



高等院校经济管理类专业“互联网+”创新规划教材

财务管理系列 ◀

财务管理案例分析

Cases Analysis of Financial Management

主编 古 柳 王 焯



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

说 明

本书版权属于北京大学出版社有限公司。版权所有，侵权必究。

本书电子版仅提供给高校任课教师使用，如有任课教师需要本书课件或其他相关教学资料，请联系北京大学出版社客服，微信手机同号：15600139606，扫下面二维码可直接联系。

由于教材版权所限，仅限任课教师索取，谢谢！



高等院校经济管理类专业“互联网+”创新规划教材

财务管理案例分析

Cases Analysis of Financial Management

主 编 古 柳 王 烨

副主编 张宝贤 汪璐琰 谢艺梦 陈 桢



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

内 容 简 介

本书依据财务管理理论的基本框架,对财务管理课程中的基本问题以案例形式进行了全面探讨。全书共分13章,具体内容包括:伊利股份价值评估;旷达公司财务分析;无锡尚德的财务战略;美的集团整体上市;江苏阳光可转换债券;华润置地资本结构;德信地产的房地产项目投资;苏宁云商营运资金管理;宝钢股份的股利政策;江苏悦达财务风险预警;中国平安公司治理;爱奇艺并购PPS;中集集团股票期权激励计划。

本书案例属于描述型案例,强调通过案例的学习和探讨,达到认识现实,启发思维的目的。书中提供的所有内容旨在让读者学生获得自主性学习、批判性思维、系统性分析问题和解决问题的能力。

图书在版编目(CIP)数据

财务管理案例分析/古柳,王烨主编. —北京: 北京大学出版社, 2018. 10

(高等院校经济管理类专业“互联网+”创新规划教材)

ISBN 978-7-301-29386-7

I. ①财… II. ①古… ②王… III. ①财务管理案例分析—高等学校—教材 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 328427 号

书 名 财务管理案例分析

CAIWU GUANLI ANLI FENXI

著作责任者 古 柳 王 烨 主编

责任编辑 王昱超

数字编辑 陈颖颖

标准书号 ISBN 978-7-301-29386-7

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn> 新浪微博: @北京大学出版社

电子信箱 pup_6@163.com

电 话 邮购部 010-62752015 发行部 010-62750672 编辑部 010-62750667

印 刷 者

经 销 者 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 17.75 印张 411 千字

2018 年 10 月第 1 版 2018 年 10 月第 1 次印刷

定 价 42.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

前 言

案例教学的精妙之处在于其不仅仅是一种教学过程，更是一种认识现实、启发思维的工具。工商管理学科须将学生的能力培养而非知识灌输放在首位。应用型本科高校更应将学生的能力培养，专业素养和实践技能为放在首位。课程开发和教学要能诱导学生的好奇心和求知欲，不断提高学生自主学习、批判性思维、系统分析问题和快速提出解决方案的能力。财务管理案例课程的开发和教学无疑是达成该培养目标的不可或缺途径。

本书在财务管理案例写作上的思路 and 特色是：

(1) 全面展现和追踪长三角地区上市公司的财务管理实践。本书案例来源全部是真实的案例。数据资料都是公开的（如公司公开披露的信息），本书作者以问题为导向，从教学和实践相结合的角度，重新进行提炼编排，使针对性更强。

(2) 充分融合财务理论、管理实务与财务政策。这些案例的理论背景介绍可以使学生巩固财务管理的基本原理和核心理论主张，精选的案例夯实学生清晰的专业理念、较高的专业技能和敏锐的专业判断水准。

(3) 尽可能反应财务管理课程的基本问题、知识点，既全面考虑，又突出重点，把握难点。这本教材在财务管理基本理论体例的基础上，还整合了财务投融资、并购、重组问题，还有企业内部公司治理、管控体制与风险防控等问题。

(4) 案例新颖。本书具有一定的实效性，大部分案例是最近三年的事实数据。

(5) 通过“互联网+”创新教材出版形式。在教材中植入大量二维码，学生通过扫码可以连接相关知识、案例、视频，大大拓展了教材内容，丰富了教学资源，提高了教学的实用性。

本书由无锡太湖学院和南京审计大学会计学院部分教师合作编写。无锡太湖学院会计学院古柳、南京审计大学会计学院王烨担任主编，无锡太湖学院会计学院张宝贤、汪璐琰、谢艺梦、陈桢担任副主编。参加编写人员的具体分工是：第1、4、11章由古柳执笔；第3、7、9章由汪璐琰执笔；第5、6、10章由张宝贤执笔；第8、12章由谢艺梦执笔；第2章由陈桢执笔；第13章由王烨执笔。全书由古柳负责统稿，王征、郑旭丹、华莎在前期组织和后期校稿中做了大量工作。

在编写过程中，我们参阅了国内外学者的大量研究成果，限于篇幅未能一一列出，敬请谅解。江苏高校品牌专业建设工程、江苏高校人文社会科学校外研究基地：苏南资本市场研究中心、江苏高等教育教改研究项目；基于上市公司持续信息披露的应用型本科高校财务管理案例教学研究（2015JSJG250）、项目江苏省社会科学基金项目研究成果：18GLB004 等对本教材的出版提供了支持，在此一并表示感谢！

尽管我们付出了很大的努力，但受时间、水平的限制，书中不当和疏漏之处在所难免，欢迎读者批评指正，以便在修订、再版时改正。



【资源索引】

古 柳
于无锡太湖
2018.6

目 录

第 1 章 伊利股份价值评估	1	3.1 背景知识	51
1.1 背景知识	1	3.1.1 财务战略的定义	51
1.1.1 企业价值及其形式	1	3.1.2 财务战略的内容	51
1.1.2 企业价值评估的含义与意义	3	3.1.3 财务管理的特征	53
1.1.3 企业价值评估的方法	3	3.1.4 财务战略制定的影响因素	54
1.2 案例资料	8	3.1.5 SWOT 分析法	54
1.2.1 公司概况	8	3.2 案例资料	55
1.2.2 经营状况	8	3.2.1 中国太阳能光伏产业的发展	55
1.2.3 盈利预测	10	3.2.2 公司概况	56
1.2.4 估值方法与估值结果	14	3.3 案例分析	63
1.3 案例分析	17	3.3.1 管理层过度投资	63
1.3.1 结论	17	3.3.2 尚德采取财务战略使尚德电力陷入退市危机	66
1.3.2 分析	18	3.3.3 运用 SWOT 分析法对尚德的具体分析	67
练习题	20	3.3.4 破产重组的启示	72
第 2 章 旷达公司财务分析	21	练习题	73
2.1 背景知识	21	第 4 章 美的集团整体上市	74
2.1.1 财务分析概述	21	4.1 背景知识	74
2.1.2 财务分析的目的	22	4.1.1 整体上市的概念	74
2.1.3 财务分析的内容	23	4.1.2 整体上市效应	75
2.1.4 财务分析的方法	31	4.1.3 企业整体上市的实现方式	77
2.1.5 财务分析的程序	35	4.2 案例资料	78
2.2 案例资料	36	4.2.1 美的集团整体上市的案例简介	78
2.2.1 旷达科技股份有限公司概况	36	4.3 案例分析	81
2.2.2 资产负债表	37	4.3.1 美的集团整体上市前后财务指标分析	81
2.2.3 利润表	38	4.3.2 美的集团整体上市对经营业绩的影响及股价变动分析	85
2.2.4 现金流量表	39	练习题	91
2.2.5 主要财务指标摘要	41	第 5 章 江苏阳光集团可转换公司债券	92
2.3 案例分析	42	5.1 背景知识	92
2.3.1 短期偿债能力分析	42	5.1.1 可转换债券的特点和构成要素	92
2.3.2 长期偿债能力分析	44		
2.3.3 营运能力分析	45		
2.3.4 盈利能力分析	46		
2.3.5 成长能力分析	48		
2.3.6 财务状况综合分析	48		
练习题	49		
第 3 章 无锡尚德的财务战略	51		

5.1.2 可转换债券、股票和 企业债券的比较	93	分析	132
5.1.3 我国可转换债券发展情况与 存在的问题	94	6.3 案例分析	137
5.1.4 中外可转换债券融资比较	98	6.3.1 华润置地资本结构的启示	137
5.1.5 可转换债券发行建议	99	6.3.2 华润置地房地产上市企业资本 结构问题分析	139
5.2 案例资料	101	练习题	145
5.2.1 公司背景	101	第7章 德信地产的房地产项目 投资	146
5.2.2 江苏阳光股份公司可转换债券 发行概况	103	7.1 背景知识	146
5.2.3 条款分析	107	7.1.1 战略投资决策方法—— SWOT	146
5.3 案例分析	109	7.1.2 项目投资的特点	147
5.3.1 可转换债券的风险	109	7.1.3 项目投资决策程序	149
5.3.2 行业分析	109	7.1.4 项目投资决策参数的估计和 决策指标	149
5.3.3 行业地位	111	7.2 案例资料	151
5.3.4 经营状况	112	7.2.1 德信地产介绍	152
5.3.5 近三年公司主要财务指标	113	7.2.2 房地产投资项目介绍	152
5.3.6 核心竞争力	113	7.3 案例分析	155
5.3.7 发展规划	114	7.3.1 项目的战略决策研究	155
5.3.8 江苏阳光股份公司面临的 风险分析	115	7.3.2 项目财务评价	166
练习题	117	7.3.3 房地产项目投资风险评估	169
第6章 华润置地有限公司资本 结构	118	7.3.4 总结与建议	172
6.1 背景知识	118	练习题	172
6.1.1 基本简介	118	第8章 苏宁云商营运资金管理案例	173
6.1.2 主要特点	119	8.1 背景知识	173
6.1.3 基本特征	119	8.1.1 营运资金概念	173
6.1.4 结构种类	120	8.1.2 营运资本的特点和管理原则	174
6.1.5 价值意义	120	8.1.3 营运资本管理的管理方法	174
6.1.6 相关分析	120	8.1.4 营运资金结构及风险	176
6.1.7 资本结构理论发展与演进概况 回顾	120	8.1.5 营运资本管理的 OPM 战略	176
6.1.8 判断标准	125	8.2 案例资料	177
6.1.9 影响因素	127	8.2.1 苏宁电器基本情况	177
6.2 案例资料	129	8.2.2 公司业务概要	178
6.2.1 华润置地发展有限公司资本 结构研究	129	8.2.3 苏宁云商的主要财务指标和 数据	182
6.2.2 华润置地发展有限公司的 行业背景	129	8.3 案例分析	184
6.2.3 华润置地资本结构现状	131	8.3.1 营运资本周转分析	184
6.2.4 华润置地资本结构具体指标 分析	132	8.3.2 营运资本结构分析	184
		8.3.3 营运资本改进方案	185
		练习题	185



第9章 宝钢股份的股利政策	186	目前财务管理现状	223
9.1 背景知识	186	10.3 案例分析	224
9.1.1 股利政策方式及其影响因素	186	10.3.1 从资产负债表分析江苏悦达盐城	
9.1.2 股利分配形式及市场反应	187	拖拉机制造公司的财务	
9.1.3 股票回购的历史、现状、条件、		现状	224
方式、动机和影响	187	10.3.2 从利润表来看江苏悦达盐城拖拉	
9.2 案例资料	189	机制造公司的财务状况	227
9.2.1 宝山钢铁股份有限公司		10.3.3 从现金流量表来看江苏悦达盐城	
背景	189	拖拉机制造公司的财务	
9.2.2 股利分配方案	191	状况	227
9.2.3 股票回购内容	192	10.3.4 从财务比率上来看江苏悦达盐城	
9.3 案例分析	192	拖拉机制造公司的财务	
9.3.1 宝钢股份股利政策	192	状况	228
9.3.2 相对稳定现金股利政策方式的		10.3.5 江苏悦达盐城拖拉机制造公司	
动因分析	193	财务风险成因	231
9.3.3 股票回购的动机、条件和		10.3.6 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的	
影响	194	财务风险预警系统的构建	232
9.3.4 股票回购过程中的风险及		10.3.7 江苏悦达盐城拖拉机制造公司财务	
应对措施	203	风险预警系统架构的设置	234
9.3.5 宝钢股份回购的再思考	204	10.3.8 江苏悦达盐城拖拉机制造公司财务	
9.3.6 总结	206	风险预警流程	235
练习题	207	练习题	235
第10章 江苏悦达盐城拖拉机制造		第11章 中国平安治理结构	236
公司财务风险预警机制的		11.1 背景知识	236
构建	208	11.1.1 公司治理概述	236
10.1 背景知识	208	11.1.2 公司财务分层管理架构	237
10.1.1 财务风险	208	11.1.3 公司财务治理	238
10.1.2 企业财务风险的生成与		11.2 案例资料	238
传导机制	210	11.2.1 公司概况	238
10.1.3 财务风险预警模型的结构	215	11.2.2 公司愿景和战略	238
10.1.4 应对策略	218	11.2.3 公司股东大会与董事会的	
10.1.5 风险应对措施	218	财务责任与运作	239
10.1.6 基本类型	220	11.2.4 董事会各专业委员会的组成、	
10.1.7 上市公司财务风险	221	职责	240
10.2 案例资料	221	11.2.5 关于监事和监事会	242
10.2.1 江苏悦达盐城拖拉机制造公司		11.2.6 公司执行委员会	242
概况	221	11.2.7 公司经理层与财务总监的	
10.2.2 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的		职责	242
主要财务指标	221	11.2.8 和谐的公司治理文化	243
10.2.3 江苏悦达盐城拖拉机制造公司		11.3 案例分析	244
面临的机遇和挑战	222	11.3.1 建立国际化、专业化的	
10.2.4 江苏悦达盐城拖拉机制造公司		董事会	244

11.3.2 完善集团控股模式	245	13.1.2 股票期权的种类	258
11.3.3 培育“法、理、情”的公司 治理文化	246	13.1.3 行权价格	259
练习题	247	13.1.4 股票期权激励计划	259
第 12 章 爱奇艺并购 PPS 案例分析	248	13.1.5 股票期权激励计划行为	261
12.1 背景知识	248	13.2 案例介绍	262
12.2 案例资料	250	13.2.1 中集集团的基本情况	262
12.2.1 百度	250	13.2.2 股权激励方案	263
12.2.2 爱奇艺	250	13.3 案例分析	265
12.2.3 PPS	251	13.3.1 公司股权激励的机会主义 择时	265
12.2.4 并购过程	252	13.3.2 中集集团股权激励计划草案公告 前后累计超额收益的分布 特征	265
12.3 案例分析	253	13.3.3 围绕股票期权激励计划草案公告 的机会主义信息披露择时	268
12.3.1 并购动机	253	13.3.4 总结	272
12.3.2 并购结果	255	练习题	273
12.3.3 并购启示	255	参考文献	274
练习题	256		
第 13 章 中集集团股权激励计划	257		
13.1 背景知识	257		
13.1.1 股票期权的概念	257		

北京大学出版社
禁止转载

第1章

伊利股份价值评估

教学目的

通过对本案例的学习，学生应掌握利用现金流量折现法对企业价值进行评估，分析各种价值评估方法的理论模型、使用环境及其优缺点；掌握企业在实际操作过程中，如何根据自身需求选择恰当的价值评估方法以建立可靠的价值评估程序。

1.1 背景知识

1.1.1 企业价值及其形式

企业的价值是该企业预期自由现金流量以其加权平均资本成本为贴现率折现的现值，它与企业的财务决策密切相关，体现了企业资金的时间价值、风险以及持续发展能力。扩大到管理学领域，企业价值可定义为企业遵循价值规律，通过以价值为核心的管理，使所有与企业利益相关者（包括股东、债权人、管理者、普通员工、政府等）均能获得满意回报的能力。显然，企业的价值越高，企业给予其利益相关者回报的能力就越高。而这个价值是可以通过其经济定义加以计量的。

由企业价值的定义可知，企业价值与企业自由现金流量正相关，也就是说，同等条件下，企业的自由现金流量越大，它的价值也就越大。我们把以提升企业价值为目标的管理定义为企业价值管理。企业价值指标是国际上各行业领先企业所普遍采用的业绩考评指标，而自由现金流量正是企业价值的最重要变量。企业价值和自由现金流量因其本身具有的客观属性，正在越来越广泛的领域替代传统的利润、收入等考评指标，成为现代企业必须研究的课题。

从财务管理角度来看，企业价值具有多种不同的表现形式——账面价值、内涵价值、市场价值、清算价值、重置价值、评估价值、拍卖价值等等。客观地讲，每一种价值形式都有其合理性及适用性。

1. 账面价值

账面价值可以直接根据企业的报表资料取得，具有客观性强、计算简单、资料易得等



特点。但由于各企业间、同一个企业不同会计期间所采用的会计政策的不同，账面价值较易被企业管理当局所操纵，从而使不同企业之间、同一企业不同时期的账面价值缺乏可比性。例如，在通货膨胀时期，运用后进先出法存货计价的结果会使得当期费用高于采用先进先出法的情况，长期使用后进先出法，将使存货的价值低于采用先进先出法的企业；加速折旧法相对于直线折旧法在开始使用的年份，会更快地减少固定资产价值账面；因此，在运用账面价值时，必须密切关注企业的人为因素，一般说来，账面价值最适合于那些资产流动性较强、且会计政策的采用准确的企业，比如说银行、保险公司等。

账面价值的另一局限是：来自财务报表的净值数据代表的是一种历史成本，它与企业创造未来收益的能力之间的相关性很小或者根本不相关，这与企业价值的内涵不相符合，而且企业存续的时间越长，市场技术进步越快，这种不相关性就越突出。

2. 内涵价值

内涵价值又称为投资价值、公允价值等，是指企业预期未来现金流收益以适当的折现率折现的现值。其价值大小取决于专业分析人士对未来经济景气程度的预期、企业生命周期阶段、现阶段的市场销售情况、企业正在蕴量的扩张计划或缩减计划、以及市场利率变动趋势等因素，由于大多数因素取决于专业人士的职业判断，所以在使用时需要设定一些假设条件，比如现金流收益按比例增长或固定不变等等。一般投资者在对企业债券、股票等进行投资时，使用内涵价值作为决策依据。

3. 市场价值

市场价值是指企业出售所能够取得的价格。当企业在市场上出售时，其买卖价格即为该企业的市场价值。市场价值通常不等于账面价值，其价值大小取决于市场的供需状况，但从本质上看，市场价值亦是由内涵价值所决定。正如马克思学说中价格与价值的关系，市场价格由内涵价值决定，是内涵价值的表现形式，企业的市场价格围绕其内涵价值上下波动，完美的状况是市场价格等于内涵价值。但由于人们的主观因素或市场信息不完全等诸多因素的影响，企业的市场价值会偏离其内涵价值，这种偏离程度在不成熟市场上往往会非常之大。事实上，正是由于企业价值被低估的情形存在，才有了通过资本运作等手段来获取企业内涵价值与市场价格之间的价差空间，因此，如何准确判断企业内涵价值便成为问题的关键。

4. 清算价值

清算价值是指企业由于破产清算或其他原因，要求在一定期限内将企业或资产变现，在企业清算日预期出售资产可收回的快速变现金额，即为该企业的清算价值。对于企业股东而言，清算价值在优先偿还债务后的剩余价值才是股东的清算价值。企业清算时，既可整体出售企业，也可拆零出售单项资产，采用的方式以变现速度快、收入高为原则。企业在清算倒闭时价值的性质及其计量与在持续经营中的企业价值截然不同，必须明确区别之。

5. 重置价值

重置价值是指在市场上重新建立技术水平、生产能力与之相同规模的企业需要花费的全部成本。首先根据企业的各项资产特性，估算出各资产的重置必要成本，再扣除企业已

经发生的各种损耗,从而得出企业的双重置价值。其中资产的各种损耗包括资产的有形损耗和无形损耗。

在财务决策中,主要使用市场价值和内涵价值作为评判依据,因为只有这两种价值形式充分考虑了企业的未来收益能力、发展前景以及竞争优势,尤其是内涵价值,在重视现金流量的今天,以可以预期到的未来现金流量换算成今天的现值,即考虑了预测的前瞻性,又提供了可以具体操作的现金流量定价等式来衡量企业的价值。



1.1.2 企业价值评估的含义与意义

企业价值评估是指把一个企业作为一个有机运作整体,依据其整体获利能力,并充分考虑影响企业获利能力诸因素,对其整体资产公允价值进行的综合性评估。作为整体资产的企业往往并不是所有单项资产的简单累加,而是在一定组织管理下按照生产经营中经济与技术逻辑关系形成的资产有机结合体。首先,在最大程度上提升企业价值和提高其整体评估价值,可以使企业管理者更深入了解企业的价值,以及更好的整合企业资源并创造价值。其次,有利于投资者进行投资决策。企业价值的显示需要科学的评估方法,投资者建立理性的投资概念也需要科学的评估方法,这样可以知道,科学的投资评估方法具有重要的意义。

价值评估对企业并购的意义主要体现在三个方面。

(1) 从并购程序看,一般分为目标选择与评估、准备计划、分开或协议并购实施三个阶段,其中目标选择与评估是并购活动的首要基本环节,而目标评估的核心内容是价值评估,这是决定并购活动是否可行的先决条件;

(2) 从并购动机上看,并购企业一般是为获得管理、经营、财务上的协同效应,实现战略目标等,但在理论上只要价格合理,交易是可以成交的,因此双方对标的价值评估是决定是否成交的基础,也是谈判的焦点;

(3) 从投资者角度看,要并购企业交易价值有利于己方,但由于双方投资者信息掌握不充分,或者主观认识上存在偏差,因此,在并购过程中,需要对并购企业自身、目标企业及并购后的联合企业进行价值评估,三者既各自独立,又相互联系,缺一不可,共同构成了并购中的企业价值评估,对并购决策的成功起着至关重要的作用。



1.1.3 企业价值评估的方法

价值评估是可从多个角度对企业价值进行经济评估,由于角度不同,将评估方法归类也不同,但广泛运用的有以下几种。

1. 绝对估值法

绝对估值是通过对公司历史及当前的基本面的分析和对未来反映公司经营状况的财务数据的预测获得上市公司股票的内在价值。该方法本质上是一种折现方法,其基本原理为:资产的价值来源于该资产可以在未来为其所有者带来现金流,因此将未来所有现金流以能够获得该现金流的不确定性的折现率进行折现,所得价值总和即为该资产的价值,分为以下几种估值方法。

(1) 现金流量折现法。

现金流量折现法又称拉巴鲍特模型法,是在考虑资金的时间价值和风险的情况下,将发生在不同时点的现金流量按既定的贴现率统一折算为现值再加总求得目标企业价值的方法。现金流量贴现模型的基本思想是企业未来产生的自由现金流量就是企业最真实的收益。该方法的基本原理是资产的价值应等于该资产在未来所产生的全部现金流的现值之和。基于现金流和折现率的含义,可将企业价值评估的思路归结为以下两种。

一是股权自由现金流折现模型。即使用股权资本成本对各期的股权自由现金流进行折现,股权资本成本为公司股东所要求的收益率,股权自由现金流一般为在归属于母公司股东的净利润基础上加回非现金费用、扣除维持正常运营所需要的资金并调整债务变化,计算公式为:股权自由现金流 = 归属于母公司股东的税后净利润 + 折旧 + 摊销 - 经营营运资本的增加 - 长期经营性负债的增加 - 资本性支出 + 新增付息债务 - 本金的偿还

二是公司自由现金流折现模型,又称无杠杆自由现金流折现模型,即使用企业资本加权成本对企业预期现金流进行折现。企业资本加权成本是将公司不同融资方式的成本根据市场价值加权平均得到,公司自由现金流指公司保持正常运转的情况下,可以向所有出资人(包括股权和债权人)进行自由分配的现金流,一般是在息税前利润的基础上调整所得税、加回非现金费用以及扣除维持正常运营所需要的资金,计算公式为:公司自由现金流 = 息税后利润 - 调整的所得税 + 非现金相关成本或费用支出 - 经营营运资本的增加 - 资本性支出。企业现金流量的估值公式为:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)(1+WACC)^n}$$

式中: V 为企业价值; $FCFF_n$ 为在 n 时期内企业的自由现金流量; $WACC$ 为加权平均资本成本或贴现率; g_n 为永续增长率。

理论上来说,就同一公司而言,如果所有参数选择适当,两种模型计算出来的股权价值应该是一样的。在实际操作中,更多使用的是公司自由现金流折现模型,相比之下,该模型具有以下优点:公司自由现金流折现模型更有利于分析企业价值的核心推动因素;不受公司目前资本结构的影响,从而使评价结果之间更具有可比性;股权自由现金流受到债务还款计划的影响,可操作性较大。

(2) 股息贴现模型。

股息贴现模型是股票估值的一种模型,是收入资本化法运用于普通股价值分析中的模型。以适当的贴现率将股票未来预计将派发的股息折算为现值,以评估股票的价值。该模型认为股票的两种现金流为持有股票期间的分红和持有期末卖出时的预期价格。该模型的基本公式为:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

式中: P_0 为股票当前的价值; D_t 为第 t 年的每股红利; n 为详细预测期; r 为与红利相匹配的折现率; P_n 为持有到期末卖出股票时的预期价格。

该模型适用于从小股东的角度出发,稳定支付股利的公司,且股利政策与公司盈利相关。

(3) 剩余收益估值法。

剩余收益又称经济利润,即公司的净利润与股东所要求的报酬之差。剩余收益的基本观点认为企业只有赚取了超过股东要求回报的净利润,才算是获得了正的剩余收益。

该模型认为股票的内在价值等于公司权益的账面价值加上预期剩余收益的现值。剩余收益估价模型的基本公式是:

$$PV_0 = BV_0 + \sum [RI_t \times (1+r)^{-t}]$$

式中, PV_0 为股票的当前价值; BV_0 为股东投入的账面价值; RI_t 为第 t 期的剩余收益; r 为与剩余收益相匹配的折现率。

该方法适用于公司不支付股利或者股利支付波动较大,在可预见的未来预期自由现金流为负数的企业估值。该方法具有以下特点。**优点:** 终值不是影响估值最主要的因素,使用会计数据,数据比较容易获得,模型关注的是公司的经济盈利能力而非会计盈利能力。**缺点:** 依赖于会计数据,而会计数据容易被管理层操控,因此需要大量的财务数据调整。

2. 相对估值法

相对估值法也叫可比公司法,就是以可比公司或资产在市场上的当前定价为基础,来评估目标公司或资产的价值。所选择的可比资产与目标资产在很大程度上有相同属性,例如所处的行业、主营业务或主导产品、资本结构、企业规模、市场环境以及风险度等。相对估值理论认为精明的投资者购置资产时,其愿意支付的价格不会高于市场上同性能替代品的市场价格,即相似的资产应该拥有相似的价值。

相对估值法是一种间接的方法,通过比较、分析重要经济指标,修正调整可比公司的市场价值,同时选取适当的平均数确定待评估企业的价值。在选取指标时,要考虑可比公司间不同发展阶段以及具有行业特色的指标。修正调整指标时,要综合考虑可比公司与目标公司的资本结构、经营模式、信用等级的差异。

相对估值法一般用于基于市场对于公开交易公司的估值、为未上市公司建立估值基准、通过对每种业务建立估值基准来分析一个跨行业综合企业的拆分价值。具有以下特点。

优点: 基于公开信息;有效市场的假设意味着交易价格应该反映包括趋势、业务风险、发展速度等全部可以获得的信息;对于仅占少数股权的投资,价值的获得可以作为公司价值可靠的标志,即不包括控制权溢价。

缺点: 较难找到可比性很强的公司,也不太可能实现对可比公司业务上的差异进行准确的调整;且难以解释类似的企业具有不同的估值水平,交易活跃程度也存在较大差异;有些可比公司的估值可能会受到市值较小、缺乏研究跟踪、公众持股量小、交易不活跃等的影响;股票价格还会受到行业内并购、监管等外部因素的影响。

主要的相对估值法有以下几种。

(1) 市盈率倍数法。

市盈率法是指通过市盈率确定股票发行价格的方法。首先根据注册会计师审核后的盈利预测计算出发行人的每股收益,然后根据二级市场的平均市盈率、同类行业公司股票市盈率、发行人的经营状况及成长性拟定发行市盈率,再依发行市盈率与每股收益之乘积决定发行价。其公式如下:

$$\text{企业价值} = \text{估价收益指标} \times \text{标准}$$



市盈率倍数反映了一家公司的股票市值是其净利润的倍数，其倒数可以用于衡量该股票的收益率，其计算公式为：

$$\text{市盈率倍数} = \text{每股市价} / \text{每股收益} = \text{股票市值} / \text{净利润}$$

在利用该倍数对公司进行可比分析时，应比较公司之间的可持续主营业务。公司会计上的净利润受非经常性损益以及非主营业务的影响，可能不能完全真实反映公司主营业务的状况，因此需要将公司净利润中的这些因素以及相应产生的税收进行调整。

优点：是一个将股票价格与公司盈利状况联系在一起的一种直观统计比率；倍数数据易于计算并且容易得到，能作为公司的一些其他特征（包括风险性与成长性）的代表。

缺点：由于同行业公司存在业务组合、风险程度和增长潜力方面存在较大差异，同行业公司不一定可比，较易被误用；当企业的收益或预期收益为负值时，无法使用该方法；该倍数不能区分经营性资产创造的盈利和非经营性资产创造的盈利，无法反映企业运用财务杠杆的水平，降低了企业之间的可比性。

市盈率指标无法反映企业收益的增长前景对企业价值的影响，对于高成长性企业或者可比公司的增长水平与目标企业差异很大时，使用市盈率指标不太合适，为克服市盈率的这一缺陷，体现不同公司成长性的不同，可采用 PEG 指标。其公式为：

$$\text{PEG} = \text{市盈率} / \text{盈利增长率}$$

用 PEG 指标估值的好处就是将市盈率和公司业绩成长性对比起来看，其中的关键是要对公司的业绩做出准确的预期。PEG 是用公司的市盈率除以公司未来 3 年或 5 年的每股收益复合增长率。

(2) 市净率倍数法。

一种被广泛使用的估值指标，反映了股权的市场价值和账面价值之间的比率关系，其公式为：

$$\text{市净率} = \text{每股市价} \div \text{每股净资产}$$

也就是说，

$$\text{每股市价} = \text{市净率} \times \text{每股净资产}$$

净资产是总资产减去负债后剩余给全体股东的资产，市净率是衡量投资者愿意以净资产多少倍的价格来购买净资产。市净率越高，通常表明公司净资产潜在价值越大，也就是说投资者愿意出更高的溢价来购买这笔净资产，而市净率倍数越低，通常说明公司净资产吸引力较差。所以，市净率估值法成败的关键是对净资产真实价值的把握。与其他相对估值法一样，市净率的合理倍数也可以参考历史平均水平 and 行业平均水平得到。在确定一个合理的市净率倍数后，再乘以每股净资产，就可以得出市净率估值法下的公司股票合理价格，如果高于市价，说明公司股票可能被低估，可以买入；低于市价，则为高估。市净率并不像市盈率那样被普遍用于股票定价，而且有适用行业，只有那些资产规模庞大的公司，如钢铁、化工、银行、航空、航运等行业的公司，用市净率来估值才有意义。当公司业绩出现大幅增长，以及公司因发行新股本规模扩大都会降低市净率，使估值看上去非常诱人。

(3) 企业价值倍数法。

企业价值倍数法是一种被广泛使用的公司估值指标，将同业可比公司的某些指标进行

一定的调整,与本公司的某些指标进行比较,进而得出公司的市场价值。常用的指标有主营业务收入、息税前利润(EBIT)、息税折旧摊销前利润(EBITDA)、注册用户数等。计算公式如下:

$$\text{企业价值} = \text{某种指标} \times (\text{EV/某种指标的倍数})$$

常用的指标有企业价值/息税折旧前利润(EV/EBIT)和企业价值/息税折旧摊销前利润(EV/EBITDA),相比P/E指标使用净利润作为估值基础,净利润包含了太多的信息,企业的资本结构、不同地区企业所得税水平对指标的影响,这两个指标可以有效地剔除这些因素的影响。对于重资产行业,不同发展阶段的公司,在固定资产、无形资产的投入上差异较大,且不同公司间会计政策和会计估计不同,导致公司间折旧摊销的差异很大,EV/EBITDA剔除了这些因素的影响。此外,很多行业都有一些适用于自己行业的营运指标。

3. 期权价值评估法

所谓期权估价法,是指充分考虑企业在今后经营中存在的投资机会或拥有的选择权的价值,进而评估企业价值的一种方法。它是20世纪70年代后在期权估价理论的基础上发展起来的。由于企业在持续经营过程中会面临很多的投资机会以及在今后开展一些潜在业务,所以,企业的价值应该由两部分组成:企业现有业务或投资项目所形成的价值和未来投资机会(或潜在业务)的价值。前者可以通过使用前面的现金流量折现法等方法进行估算。后者则需用特定的期权定价模型来推算。

期权价值的评估是该模型的难点和核心。目前,比较成熟的期权定价模型有:Black-Scholes期权定价模型以及二项式期权定价模型,这两类模型从定量的角度对期权价值进行了准确评估。通常,标的资产的当前价值、标的资产价值变动的方差、期权的执行价格、期权的有效期、无风险利率及标的资产的预期红利这六个因素决定了期权的价值。

期权价值评估法考虑了目标企业所具有的各种机会与经营灵活性的价值,弥补了传统价值评估法的缺陷,能够使并购方根据风险来选择,风险越大,企业拥有的机会与灵活性的价值就越高。但在研究中还存在一些需要解决的问题,例如在使用期权定价模型时并未对该模型的假设条件予以严格的检验。事实上,很多经济活动的机会收益是否符合几何或对数布朗运动规律,有待继续研究。在实务中很少单独采用该方法得到最终结果,往往是在运用其他方法定价的基础上考虑并购期权的价值后,加以调整得出评估值。

总之,企业价值评估是以一定的科学方法和经验水平为依据的,但本质上是一种主观性很强的判断,在实践中,应该针对不同对象选用不同方法进行估价,必要的时候可以交叉采取多种方法同时估价。一般来说,评估企业价值需要两种技巧,第一是分析能力,既需要明白及应用数学模式去评估公司价值。第二也是更重要的,就是拥有良好的判断能力。很多时候数学模式均带有假设成分,很多资料如公司经营管理能力是不能量化的或没有足够数据去衡量,因此在运用数学模式所得到的企业价值只能作参考。由于估价目的十分狭窄,企业价值评估除了可以为产权交易提供一个合理的基础价格外,更重要的是重组前后的价值对比可以成为企业管理层是否进行战略重组的决策工具。



1.2 案例资料

1.2.1 公司概况

伊利的发展历程可以说是中国乳业从小到大、从弱到强的历史缩影。从20世纪50年代仅95户养牛专业户组成的“呼市回民区合作奶牛场”，发展成为今天中国乳业举足轻重的龙头企业，伊利近五十年颇具传奇色彩的发展历史，不仅成为了中国乳业的一面旗帜，还开创并引领了中国乳业的“黄金十年”。伊利又通过奥运与世博，将中国乳业带上了世界舞台。在荷兰合作银行发布的“2015年度全球乳业排名”中，伊利蝉联全球乳业10强，继2014年后，再次成为全球乳业第一阵营中的唯一亚洲乳企。2015年，伊利集团业绩突



破600亿元，收入和净利润实现双增长，营业收入和净利润稳居亚洲乳业第一。在“全球织网”的战略下，伊利已经实现国际化布局。作为行业龙头企业，伊利集团旗下多款产品长期居市场领先地位，整体营业额在行业中遥遥领先。【拓展视频】2016年7月25日，在荷兰合作银行发布的2016年度“全球乳业20强”中，伊利的排名跃升至全球乳业8强。2017年全年实现营业收入总收入680.58亿元，净利润60.03亿元，与业绩的增长相对应的是，伊利的净资产收益率连续几年保持在20%以上，位居全球乳业第一。

2003年起，伊利自主研究中国母乳特点，从全国不同区域收集母乳初乳、过渡乳和成熟乳样本。2007年，伊利建成中国首个母乳研究数据库。2008年，伊利应用母乳数据库研究成果，开发了“金领冠”系列婴幼儿配方奶粉产品，该产品的成功上市标志着母乳研究科研成果向实际应用迈出了重要一步。2009年，伊利发布了以企业为主导的首部《中国母乳白皮书》；2013年，伊利母婴营养研究中心“含 α -乳清蛋白和 β -酪蛋白的婴儿配方奶粉及其制备方法”荣获国家知识产权局颁发的发明专利证书。2015年，伊利整合全球优势创新资源，升级了中国首个母乳研究数据库，将母乳研究数据拓展到更加细微的母乳功能成分研究，并且建立更前沿、更准确的母乳成分检测方法。

1.2.2 经营状况

2015年，伊利整体经营状况可以从以下几方面来说明。

1. 建设世界一流质量管理体系，升级并落实质量领先战略

公司以塑造消费者高度信赖的质量形象为目标，夯实质量领先管理体系和质量自主管理模式两项基础。在国际知名的检验、鉴定、测试和认证机构SGS咨询团队指导下，公司以全球食品安全管理体系FSSC 22000为主线，建设世界一流的质量管理体系和质量管理团队，实现端到端全链条质量自主管理，有效管控质量风险，确保产品品质和服务领先，助力公司战略目标实现。

公司重新梳理了各项食品与生产安全制度与操作规范，并加强执行监督与改进，对标ISO 14001体系标准要素，完善企业内部环保评审标准与检核机制，健全环保监测评价管理体系，继续强化安全生产管理，提高了生产运营保障能力。

公司是荣膺国家工信部评选的“2015工业企业质量标杆”的唯一乳制品企业。

2. 以创新与国际化为驱动，持续推进公司战略实施

公司秉承董事长潘刚提出的“让创新成为伊利的态度”的管理思想，大力推进创新工作，重构创新组织和管理体系，新设市场研究部、创新中心等专门机构，搭建大数据平台，进行消费者需求洞察和研究。同时，公司继续深化落实董事长潘刚提出的“全球织网”战略，主导实施中美食品智慧谷，以及借助新西兰、荷兰研发平台，与全球农业、食品、生命科学领域顶尖科研院校、研究机构，建立起战略合作关系及合作机制，有效整合了内外创新资源，确保公司技术创新成果的领先性和应用性。

根据AC尼尔森零研数据显示，公司旗下创新品类产品销售增长强劲：常温酸奶安慕希零售额同比增长160%；在母婴渠道，婴幼儿配方奶粉新品“金领冠珍护”零售额同比增长27%，托菲尔零售额同比增长921%。

2015年年末，公司新西兰生产基地二期项目已完成设计规划，预计在2017年4月完工。该项目包括奶粉、液态奶等产品加工，是公司重要的战略基地。

自2014年与意大利斯嘉达公司达成战略合作以来，公司战略性布局进口液奶业务，共同推出纯进口牛奶培兰，有效推动了公司高端液奶业务的持续快速增长。

目前，公司荷兰与新西兰研发中心运营良好。

3. 立足公司战略，提升品牌竞争力

公司启动以“品质、健康、有社会责任感”为主题的品质营销计划，利用“奔跑吧兄弟”、“最强大脑”等影视传媒资源，实施线上线下整合营销策略。通过上述品牌传播活动，吸引更多消费者走近“伊利”，加强与年轻消费群体的沟通及互动。

公司利用互联网平台和移动终端技术支持，积极加快伊利互联网“生态圈”的构建步伐。通过与“快的打车”、“宝宝树育儿网”等媒介平台建立战略合作关系，结合大数据分析工具，拓展渠道并助力品牌发展，开创了伊利“互联网+”新业务模式，提升了公司整体业务竞争力。

AC尼尔森零研数据显示，在2015年乳品细分市场中，“伊利”旗下的“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“金领冠珍护”品牌的零售额市场份额，比上年分别提高0.6%、2.3%、1.1%和3%。

4. 夯实基础管理，提高整体运营效率

公司加强对奶源供应商的养殖技术服务和产业链融资服务，有效保障了奶源供应和质量，维护了奶源供应商的利益，并促进养殖业健康持续发展。2015年，公司基地内奶牛日单产量同比提升2公斤，奶牛科学养殖和牧场运营管理水平持续提高。

2015年6月底，公司完成了互联网业务战略及电商业务优化运营规划。经过半年的整合运营，公司电商业务运营流程更为顺畅便捷，全年销售额同比增长近2.7倍。报告期，通过提高母婴渠道门店渗透率、重点产品铺货水平等关键营销举措，公司在母婴渠道的门店铺货率达到73%，同比提升9个百分点，销售额同比增长50%。

公司深入推进渠道精耕计划，不断改善重点城市终端门店服务水平；并启动实施数字化营销信息平台项目，借助互联网信息技术，进一步强化终端信息掌控能力。报告期，公司继续推进供应链优化方案的实施，通过端到端的业务整合，改善了供应链服务水平和运营效率。2015年7月，公司启动了商务金融项目，通过成立“伊利集团产业链金融中心”，整合内外



资源，为建立稳定、良好合作关系的上游供应商和下游经销商提供金融服务。截至2015年年底，公司为525户合作伙伴办理了约11.5亿元的融资，有效解决了客户的业务资金需求。

5. 升级企业文化，追求卓越发展目标

立足“成为全球最值得信赖的健康食品提供者”的愿景，董事长潘刚将伊利文化全新升级为卓越文化，从愿景使命、核心价值观、行为标准、领导力等多个维度进行全新构建。新文化为公司打造核心竞争力、助力战略目标的实现提供了强大的精神动力和行为指引。

正是从这几方面进行经营，伊利才能在我国的经济已经进入新常态的状况下保持增长。而在这新的经济增长阶段中，消费者的欲望正逐渐成为驱动经济增长的首要因素。2015年，公司坚持年度经营方针，通过升级质量管理体系，夯实奶源基地建设和终端渠道管理，持续优化供应链运营效率，以创新和国际化为驱动，实现了各项业务持续健康发展。

2015年，公司实现营业总收入603.60亿元，较上期增加59.23亿元，同比增长10.88%，本期发生营业成本383.76亿元，较上期增加19.76亿元，同比增长5.43%，其中主要业务的收入和成本影响因素如下。

液体乳产品本期实现主营业务收入471.51亿元，较上期增加47.45亿元，同比增长11.19%，本期主营业务成本310.82亿元，较上期增加17.47亿元，同比增长5.96%，其中因销量增长而增加收入41.66亿元、增加成本30.90亿元，因产品结构调整增加收入25.31亿元，因销售价格变动使收入减少22.52亿元，主要受材料价格下降以及产品结构影响减少成本13.43亿元。

冷饮产品本期实现主营业务收入40.98亿元，较上期减少1.86亿元，同比下降4.34%，本期主营业务成本26.09亿元，较上期减少1.73亿元，同比下降6.22%，其中受销量下降影响减少收入1.28亿元、减少成本0.83亿元，因销售价格变动减少收入2.77亿元，因产品结构调整增加收入2.19亿元，主要受材料价格下降以及产品结构影响减少成本0.90亿元。

奶粉及奶制品本期实现主营业务收入64.47亿元，较上期增加4.34亿元，同比增长7.21%，本期主营业务成本28.39亿元，较上期减少4.32亿元，同比下降13.20%，其中由于销量增长而增加收入1.76亿元、增加成本0.95亿元，受产品结构调整影响收入增加3.90亿元，因销售价格变动减少收入1.32亿元，主要受材料价格下降以及产品结构影响减少成本5.27亿元。

混合饲料本期实现主营业务收入10.58亿元，较上期增加2.75亿元，同比增长35.12%，本期主营业务成本8.46亿元，增加成本1.85亿元，同比增长27.99%，其中因销售增长而增加收入。

公司主动把握国内乳品消费升级的趋势性机遇，实施创新与国际化驱动发展战略，在坚持执行质量领先战略的基础上，通过多项运营优化举措，实现了良好的增长，业务规模与市场占有率持续稳步提升，行业领导者地位更加凸显。

1.2.3 盈利预测

1. 行业前景

国家统计局数据显示，我国国内生产总值保持高速增长，从2006年的216 314.43亿元增长到2015年的676 708.00亿元（如图1.1和图1.2所示）。

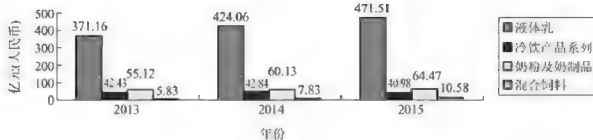


图 1.1 伊利分产品营业收入构成变化

(资料来源：伊利 2013—2015 年年度报表)

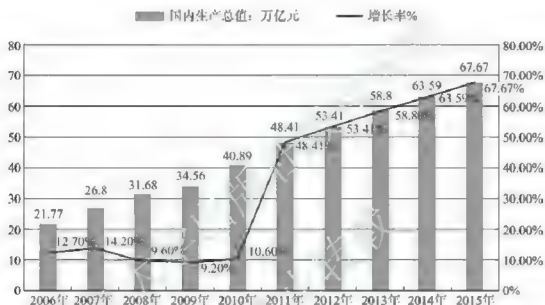


图 1.2 2006—2015 年我国国内生产总值及增长率

(资料来源：中国产业发展研究网)

中国整体的 GDP 一直在增长中，乳品行业作为当代人们必不可少的一项消费品，乳品的消费量也必定是随着国内的 GDP 的增长而增长。

《中国农业展望报告（2015—2024）》：未来十年奶类生产继续稳步发展，进口量仍将较快增长。中国是奶业生产和进口大国，奶产量居世界第三位，奶制品进口量居世界首位。报告指出，2014 年，中国奶产量恢复好于预期，液态奶进口增长最明显。奶产量同比增长 5.5%，全年奶制品进口数量、进口金额分别为 181.26 万吨（折合原料奶 1 188.40 万吨）和 64.13 亿美元（折合人民币 393.76 亿元），同比分别增加 13.9% 和 23.6%。其中，中国进口奶粉 92.34 万吨（折合原料奶 738.72 万吨），同比增长 8.1%，液态奶进口 32.89 万吨，同比增长 68.9%。

未来十年，随着畜禽规模化养殖的推进，中国奶牛养殖进入关键转型期，规模化程度将继续较快提升。预计 2024 年，中国存栏 100 头以上奶牛规模化养殖比重将会达到 65%，比 2014 年提高 20%。规模化程度的提升将直接推动中国奶牛单产水平的提高。展望期间，奶牛单产将提高 0.9 吨，2024 年达到 6.5 吨。

得益于单产水平的提升，中国奶类产量将持续增加。预计 2020 年，奶类产量为 4 397



万吨, 2024 年达到 4 760 万吨, 展望期内平均增速为 2.0% 左右。受环境保护因素和资源短缺的制约, 展望期间奶牛存栏数量的增长有限。

随着城乡居民生活水平的提高、城镇化发展及学生饮用奶计划等推进, 奶制品消费未来仍有较大提升空间。中国城乡居民人均奶制品消费量(含乳饮料、冰淇淋、蛋糕等食品中奶制品消费量)继续增加, 2024 年或将达到 39.56 公斤, 年均增速为 2.2%。其中, 城镇居民人均消费 46.30 公斤, 年均增速为 1.5%; 农村居民人均消费 27.60 公斤, 年均增速 2.3%。预计 2020 年奶制品国内总消费为 5 661 万吨, 2024 年为 6 303 万吨, 展望期内年均增速为 2.3%。

伊利作为中国乳制品行业的龙头, 它的发展自然紧跟着全国乳制品行业的发展趋势, 由上述可知, 伊利的发展前景是非常可观的, 当然不仅仅是以上所预测的那般, 伊利的美好未来前景也依靠以下因素。

(1) 稳定的社会经济环境、城镇化率的逐步提高、“二胎”生育政策的放开以及中产阶级群体的扩大等因素, 都将驱动乳品消费的进一步增长; 同时, 随着人们健康意识的增强, 国内乳品消费市场的增长方式已逐渐从规模增长向品质升级转变。在消费升级的需求驱动下, 一些全新品类正在成为未来乳品增长的关键所在。报告期内, 作为创新品类的常温酸奶、常温乳酸菌饮料、低温酸奶等, 备受消费者青睐。根据 AC 尼尔森零研数据显示, 其零售额比上年同期分别增长 91.1%、35.9%、10.2%, 远高于液态类乳品市场 2.7% 的增速, 成为支撑整体液态乳品市场增长的主动力。

(2) 在“互联网+”时代, 随着电商渠道的异军突起, 在移动支付技术、大数据营销和消费金融的推动下, 企业通过全方位的品牌传播手段, 能够与更多消费者建立互动关系, 满足消费者个性化需求, 为乳品销售带来更多增长机会。2015 年, 根据国家统计局信息显示, 国内网上零售额 38 773 亿元, 其中食品零售额比上年同期增长 40.8%; 根据淘宝数据显示, 在国内最大电商平台, 液态类乳品零售额比上年增长 1.1 倍, 婴儿及成人奶粉类产品零售额比上年增长 10%, 乳品电商渠道的销售增长更为强劲。

(3) 从乳业中长期发展前景来看, 基于当前全球各地人均乳品消费水平现状以及收入与人口增长趋势, 未来几年, 全球乳品消费将继续保持稳步增长态势。国际乳品联合会 IDF 分析机构预测, 2013—2020 年期间, 亚非拉地区仍将是全球乳品消费增长的主引擎, 年均复合增速预计为 4%, 其消费增量贡献预计占比为 84%。进军海外乳品市场, 也将成为国内乳企新的业务增长点。

(4) 以人均乳品消费水平来看, 中国与发达国家相比, 甚至与世界平均水平相比, 差距都还十分悬殊。根据全球最大市场研究集团凯度公司的“消费者指数”(Kantar World panel) 监测信息, 2015 年中国内地城市人均乳品年消费量为 19.4 升(已将固体乳品还原为液态), 尚不足欧美发达国家的 1/5。而美国农业部(FAO)数据也显示, 2015 年中国人均液体乳消费量为 10.6kg, 低于日韩 31kg、欧盟 60kg 和美国 82.4kg 的消费水平。因此推断, 国内人均乳品消费水平远未饱和, 乳品整体市场发展潜力巨大。

(5) 根据 2015 年凯度调研数据显示, 国内三四线城市中, 低温乳品市场渗透率比上年提升 1.3%。其零售额比上年同期增长 16%, 显著高于行业平均增速(AC 尼尔森零研数据)。在城镇化进程加快和乳品市场渗透率提升的驱动下, 三四线城镇将成为中国乳品消费增长的核心区域。

(6) 国内奶源及进口原料奶粉供应量相对充足,且供应价格较上年有所回落,乳品加工成本呈下降趋势,为行业持续发展提供了有力保障。

面对行业增速放缓的压力,公司审时度势,积极把握国内乳品消费升级的趋势性机遇,大力推动创新与国际化双轮驱动发展战略,固守“质量”与“责任”两个根本,通过新产品推广和产品结构优化等营销举措,有效提高了产品市场竞争力,实现了营业利润增长(如图1.3所示)。

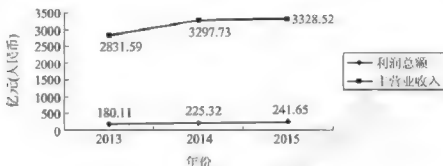


图 1.3 2013—2015 年中国乳品行业发展情况

(资料来源:中国奶业信息协会网)

2. 盈利预测结果

我国乳品行业仍处于成长期。1998—2007 年是乳品行业的黄金十年,2008 年三聚氰胺事件使行业增速骤降,经过几年调整后,我国乳品产量增速有所恢复。2013 年 1~4 月数据显示,我国乳品产量增速达到 12.68%,目前我国乳品行业仍处于成长期,未来乳品企业也将保持快速的发展状态,目前上市的乳品企业大多比较成熟,经营和发展战略以及现金流情况比较稳定,可用公司自由现金流折现模型对其进行估值。

2015 年,我国国内生产总值 113 847.63 亿美元,仅次于美国,排名第二。而人均国内生产总值为 8 280 美元,排列第 73 位,相当于美国的 3/20。我国人均 GDP 存在巨大的提升空间。从我国人均 GDP 与居民乳品消费量的数据来看,20 世纪 90 年代后,我国人均 GDP 水平不断增长,先后于 2008 年和 2012 年突破 3 000 美元和 6 000 美元大关。随着人均 GDP 的增长,我国农村居民人均乳品消费量逐步提高,城镇居民人均乳品消费量在 2008 年以前随人均 GDP 的增长而增长,2008 年受三聚氰胺事件的影响,人均乳品消费量开始下滑。

提高盈利能力是每个企业坚持不懈的追求目标,是公司获得利润的一种能力,这项能力关系到公司各个集团的最终利益的实现(见表 1-1)。

表 1-1 伊利公司的盈利能力财务指标

(单位:%)

报告期	2010 年	2014 年	2013 年	2012 年
净资产收益率	23.87	23.66	23.15	25.71
总资产净利率	7.74	7.68	6.67	8.74
总资产报酬率	11.71	11.45	11.95	10.75
净利率/营业总收入	7.74	7.65	6.70	4.13

(数据来源:伊利集团内部资料)

从表 1-1 可以看出,近四年总的来说,伊利未来可以实现的盈利是非常可观的。

能够反映企业财务状况的一个重要标志就是企业的偿债能力,可以通过对偿债能力进行分析,从而了解到企业在未来发展中可能会遇到的风险,以便企业保证有偿还债务的能力。反映短期偿债能力的两个指标近三年由流动比率为 2:1 向速动比率为 1:1 的情况靠近,表明伊利的偿债能力越来越强;资产负债率是负债占资产总额的比率,能够反映企业的综合偿还债务的能力,这个比率越高,偿债能力会越差,伊利的资产负债率在逐年的下降,表示伊利的偿债能力越来越好。以上数据,都明显反映了伊利未来的偿债能力会变得更加完善。

存货周转率、固定资产周转率、总资产周转率,这三项是衡量企业运营能力的指标,是企业计划、组织、实施和控制各个相结合,一起所产生的作用。从 2008 年三聚氰胺事件后,伊利注重企业的形象塑造和产品的创新,使得伊利在近几年的营运能力逐步提高了,时刻保持在高效的运作中。

企业每年收益的增加或者使用其他方式,比如融资,来获取资金,从而扩大企业的经营能力,这就是对企业的成长能力的分析。通过企业的成长,也可以用来判断企业未来现金流量的变动趋势和其大小。

从表 1-2 可以看出,2012 年的利润有所下降,但是之后利润增长率大幅度的提升,2015 年的增长率有所下降,这是由于市场整体的销售量下降影响的,但是公司及时调整计划,整体得到控制,由此可以看出企业应对风险和持续发展的能力还是不错的。

表 1-2 伊利的成长能力财务指标

年 度	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入增长率 (%)	10.94	12.93	13.78	12.12
利润总额增长率 (%)	15.38	56.41	46.62	-4.51
总资产增长率 (%)	0.35	20.13	60.67	-0.57
股东权益增长率 (%)	7.05	15.37	116.78	19.34

(数据来源:伊利集团内部资料)

1.2.4 估值方法与估值结果

1. 现金流量折现法

本文运用销售百分比法预测自由现金流量的各个参数,并选择 2015 年 12 月 31 日作为基准日进行评估。数据来自巨潮资讯网披露的伊利股份历年财务报表。

伊利股份 2008 年至 2015 年的营业收入分别是 216.59 亿元、243.24 亿元、296.65 亿元、374.51 亿元、419.91 亿元、477.79 亿元、539.59 亿元、598.63 亿元。以 2008 年营业收入为基期,环比增长率分别是 12.33%、21.96%、26.26%、12.12%、13.78%、12.93%、10.94%。由此预测,伊利未来的增长率可能会逐渐放缓,取 2009 与 2015 年增长率的平均值为 2016 年的增长率,估计保守为 15.76%。由于行业之间的竞争越来越激烈,因此,预测之后 3 年的增长率逐年下降 1%,到 2018 年之后保持永续增长率。因此假定 2016 年增长率为 15.76%,2017 年为 14.76%,2018 年为 13.76%,营业收入分别为:2016 年 692.97 亿元、2017 年 795.25 亿元、2018 年 904.68 亿元。

近日,世界银行发布2016年1月期《全球经济展望》,2015年全球经济的增长率是3.0%,有望2016年提升至3.4%左右。调查显示,2015年发达国家经济增长率只有2.0%,预估2016年提升至2.2%;2015年,新兴市场经济体和发展中国家的经济增长率是4.0%。

参考近30年的全球经济增长率大概在3.0%之间上下幅度,中国的企业必然经过一个快速发展的阶段之后逐渐稳定发展,慢慢地与世界接轨,与全球经济增长速度保持一致。保守预测,伊利未来的永续期的增长率假设为3.4%。

营业成本、营业税金及附加、营业费用、管理费用、长期经营资产、经营性流动资产在综合考虑的前提下,选取其2008—2015年各自在销售收入中所占比率的平均数进行预测,分别为68.96%、0.48%、19.94%、5.52%、28.05%、26.56%。

2008—2015年固定资产占营业收入的比率分别为23.12%、21.00%、18.85%、18.76%、21.20%、21.78%、24.32%、24.32%,由此预测15年往后的比例为24.32%;2008—2015年在建工程占营业收入的比率分别为1.19%、0.93%、2.25%、4.25%、3.60%、3.11%、1.74%、1.30%,各年在建工程所占比例的平均值为2.30%,由于公司仍处在建设期,需要大量的固定资产,结合历年情况,假设在建工程中的一半转为固定资产,该部分的折旧按照平均年限法计提,净残值率为5%,折旧年限为10年;2008—2015年无形资产的平均值为1.59%,无形资产也采用平均年限法计提摊销,摊销年限为20年。据此预测伊利股份2016年固定资产168.53亿元;在建工程15.94亿元;无形资产11.02亿元;2017年固定资产193.10亿元;在建工程18.29亿元;无形资产12.65亿元;2018年固定资产220.02亿元;在建工程20.81亿元;无形资产14.38亿元。

由此预测,伊利股份2016年折旧17.14亿元,无形资产摊销0.55亿元;2017年折旧19.97亿元;无形资产摊销0.63亿元;2018年折旧22.76亿元;无形资产摊销0.72亿元。

从2008—2015年长期经营负债所占比重来看,长期经营负债占营业收入比重分别为0.32%、0.11%、0.03%、0.01%、0.01%、0.01%、0.01%、0.01%,可以预测2015年及往后的比率都为0.01%。伊利股份2008—2015年经营性流动负债占营业收入的比重分别为24.90%、25.78%、25.08%、26.26%、21.15%、23.76%、18.27%、18.02%,整体来看,各年的百分比是呈下降趋势的,2014年和2015年在18%左右,由此预测2016年及往后,都为18%。综上,制作下表1-3。

表1-3 伊利2015—2017年的自由现金流量预测 (单位:亿元)

年 份	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	692.97	795.25	904.68
减:营业成本	477.87	548.40	623.86
销售费用	138.18	158.57	180.39
管理费用	38.25	43.9	49.94
营业税金及附加	3.33	3.82	4.34

续表

年 份	2016 年	2017 年	2018 年
等于：息税前利润	35.34	40.56	46.15
减：所得税费用	5.94	6.81	7.75
等于：税后经营净利润	29.40	33.75	38.40
加：折旧及摊销	17.69	20.60	23.48
减：长期经营净资本增加	26.06	28.68	30.68
营运资本增加	-24.13	8.75	9.37
等于：自由现金流量	45.16	16.92	21.83

(数据来源：伊利集团内部资料)

(1) 债务成本。

选定2015年10月24日人民银行公布的6个月到1年的短期借款利率4.35%，3年到5年的长期借款利率4.75%，本文假设的实际利率为16.8%。

税后债务成本 = (短期借款 × 短期借款利率 + 长期借款 × 长期借款利率)

(短期借款 + 长期借款) × (1 - 所得税率)

= (61.9 × 4.35% + 0.00 × 4.75%) / (61.9 + 0.00) × (1 - 16.80%)

= 3.62%

(2) 权益资本成本的确定。

资本定价模型是在权益成本中使用最为广泛的一种方法，其公式如下：

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

R_f 是无风险报酬率。根据选定的基准日发行的2015年记账式附息（九期）国债10年期的票面进行测算。该债券的期限为10年，票面的年利率是3.61%，2015年8月21日开始发行并计息。由于该国债是固定的利率附息债，每半年就付息一次，因而，需要将票面年利率折算成为复利年利率，计算得到无风险报酬率。

$$R_f = (1 + 3.61\%/2)^2 - 1 = 3.63\%$$

$R_m - R_f$ 是市场风险溢价。一般来说，指的是股票市场指数平均收益率超过无风险回报率（通常指的是长期债券收益率）的部分。

$R_m - R_f$ = 成熟的股票市场的长期平均风险溢价 + 国家风险补偿额

其中：成熟的股票市场的长期平均风险溢价取投资者对英、美等成熟市场普遍要求的6.25%左右的水平；而国家风险补偿额是0.90%。所以 $R_m - R_f = 6.25\% + 0.9\% = 7.15\%$ 。

β 是该股票的贝塔系数，反映了该债券所可能包含的系统性的风险，并且显示了资产收益率的变化、与其在市场上的全部资产平均收益率变化的相关程度。该数值可以在wind金融数据库中查到为0.7545，从历史数据来看，这个数据是科学合理的。

综上，把数值代入，得到权益成本 $3.63\% + 0.7545 \times 7.15\% = 9.02\%$

(3) 资本结构的计算。

由上面的计算可以确定，债务成本与权益资本成本的估值，以2015年12月31日为基准日，其伊利股份的收盘价为16.43元/股，根据公式：权益价值等于股价乘以发行的股数，由此可知，权益市值 $16.43 \text{ 元/股} \times 30.64 \text{ 亿} = 996.31 \text{ 亿元}$ 。

(4) 加权平均资本成本。

伊利股份 2008—2015 年权益资产比分别为 0.27、0.28、0.29、0.32、0.38、0.50、0.48、0.51；资产负债率分别是 0.73、0.72、0.71、0.68、0.62、0.50、0.52、0.49。可以看到，2008 年开始权益资产比逐年上升，2013 年到 2015 年在 0.50 左右，取近 3 年的平均值 0.50。2008—2015 年伊利股份资产负债率逐年下降，2013 年到 2015 年的均值也是 0.50，由此，可以假设伊利的资产负债率为 0.50。

WACC 是企业的加权平均资本成本，伊利股份 $WACC = \text{权益资本成本} \times (\text{权益/资产}) + \text{债务成本} \times (\text{负债/资产}) = 9.02\% \times 0.50 + 3.62\% \times 0.50 = 6.32\%$

(5) 估值分析。

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)(1+WACC)^n}$$

$$= 45.16/(1+6.32\%) + 16.92/(1+6.32\%)^2 + 21.83/(1+6.32\%)^3$$

$$+ 21.83 \times (1+3.4\%)/(6.32\%-3.4\%) \times (1+6.32\%)^3$$

$$= 720.5$$

股权价值 = 整体价值 - 债务价值

即：伊利的股权价值 = 720.5 - 61.9 = 658.6

2015 年 12 月 31 日是本文选择的基准日，当天，伊利发行的股数为 60.64 亿股，根据上述的结果，得出 10.86 元/每股。然而，当天的收盘价是 16.43 元。感觉颇有差距，但是 10.86 元/每股是基于内在价值得出的，16.43 元/每股是市场价值，他们两者之间的差距是不完全有效资本市场导致的，因此，可以认为他们之间的偏差是在合理范围内的。

在这次的评估中，整体数据的预测做得还不是很全面，但是最终结论对于投资者还是有一定的参考价值和理论意义的。在本文中，对于自由现金流量的各个参数的预测，还是比较保守的，所以评估出来的结果低于市场价值，这里，建议投资者可以放心的做出投资决策。

2. 市盈率法

利润为负时，即每股收益为负的状况下，是无法使用市盈率法作为估值方法的。从表 1-3 中可知，2016—2018 年的利润都是为正，因此可以对 2016 年往后的年度使用市盈率法进行估值。

1.3 案例分析

1.3.1 结论

随着我国资本市场的逐步完善和投资者的日益成熟，价值投资将逐渐成为证券市场主流投资模式，企业价值评估理论方法的研究和发展正日益成为学术界讨论的热点和重点。市场上对企业内在价值的迫切需求，促使企业价值评估研究理论不断改进和扩充发展，同时也不断提供可供研究的对象。本文首先介绍企业价值评估理论研究及方法，并就几种企业价值评估方法在乳品行业中的适用性进行了讨论，确定了以自由现金流折现模型作为本



文的应用模型,并基于该模型的原理系统地分析了乳品行业上市公司的价值评估的有关要素,分析了伊利公司自由现金流量的发展趋势,由此评估出了该企业的价值,并对评估结果进行了验证,得出的研究结论如下。

(1) 采用公司自由现金流折现法对于评估乳品行业上市公司的企业价值相对科学有效。本文在企业价值评估理论的基础上,对乳品行业上市公司所处的宏观经济环境、行业发展状况、公司的历史经营情况以及未来的发展战略进行了全面系统的分析,对绝对估值法、相对估值法和期权定价法分别进行了介绍与研究,将几种方法加以分析比较,结合乳品行业上市公司的特点,选择绝对估值法当中的公司自由现金流量折现法作为乳品行业上市公司企业价值的评估方法是比较合适的,自由现金流量法主要适用于企业经营状况稳定,现金流量序列为正且可以预测,并且该方法能够估测出企业资产的整体盈利能力。我国乳品行业正处于成长期,未来具有极大的市场容量,大多数乳品行业上市公司正处于扩张的阶段,利用理论性最强,应用普遍的自由现金流量折现法最为恰当。

(2) 通过将伊利股份的企业价值评估结果与企业实际市场价值的相对比,验证了公司自由现金流量折现法的合理性。

本文估算出伊利股份的企业价值后,为了验证评估结果,将其与伊利股份估值法时点前后三个月的股份进行对比,差异不大,从而验证自由现金流量折现模型的合理性。伴随我国市场国际地位的逐渐增强,国际资本逐步将投资焦点转向中国,资本市场的交易行为将逐步频繁。而作为交易定价的基础的价值评估理论,自由现金流量法为主的现金流量折现模型,以其数据易获得性、过程标准统一性、可操作性等特点,将逐步显现其与其他相关企业价值评估方法所具有的优越性。

(3) 加权资本成本对于企业价值(或股价)的影响比永续增长率对企业价值(或股价)的影响大。因此,在自由现金流折现法中对于加权资本成本的估计需要相对合理,这样估值结果才能较为符合实际状况。

1.3.2 分析

1. 企业价值评估是公司财务决策的基本依据

公司管理的核心在于财务决策,包括投资决策、融资决策和股利分配决策。在各项财务决策中,对公司未来的发展趋势确定科学的财务管理目标,合理地把控公司在可预计年度内的效率及其成长。从财务决策的角度讲,进行财务决策的前提就是要了解公司目前的状况,尤其是未来创造价值的能力与结果,分析财务决策对公司价值可能造成的影响,并预测决策实施后的公司价值。本案例实际上是针对乳品行业中的代表性的未来现金流量,进而预测整体乳品行业的发展前景。

在价值最大化财务目标的指导下,财务决策过程实际就是一个分析该融资决策可能对企业造成哪些影响的过程。在这一活动过程中,企业价值直接成为财务融资决策分析判断的基础、取舍不同备选方案的标准。

2. 估值的要义:资产(投资)的未来获利(现金流)能力决定公司价值

估值首先就是预测未来、分析未来的盈利能力。所以企业经营与业务分析无疑是价值评估的起点。进行业务分析必须解答的三个问题是:企业的业务是否具有长期稳定特征?

企业业务是否具有经济特许权？企业经营是否具有长期竞争优势？具有长期稳定的业务是企业成功的基础。长期稳定的业务是企业建立竞争优势的前提，企业竞争力的建立需要时间的积累和检验。企业的竞争优势是在多年的经营过程中通过不断强化现有优势以及不断发展创新的过程中建立起来的，只有通过长时间积累建立起来的优势才是竞争对手短期内难以学习和复制的。

3. 关于公司收益：现金与利润之争

人们总是喜欢把现金流与企业价值联系在一起，可能是因为它不受会计准则的影响，但是分析师却总是通过对收益的预期来估计。收益较现金流的不同之处在于会计上的“应计”，它同样能够帮助理解一项商业活动及其带来的价值。现金流量折现模型是理财学中的基本理论之一，也是财务管理的重要工具之一。该方法被许多专家认为是最具有理论意义的价值评估方法，广泛应用于各种企业价值评估，它同时也是其他价值评估方法的基础。

但必须认识到，正如斯蒂芬·佩因曼在《财务报表分析与证券定价》一书中所讲，现金流量，尤其是自由现金流量并不是万能的，它也有失去作用的时候。自由现金流量不能衡量一段时期中经营活动所增加的价值，它是一种投资或清算概念。经营活动通过卖出商品使现金流入，而投资活动会使现金流出。如果公司资产投资所花费的现金要大于经营的现金流入，自由现金流量就是负的。即使投资是零净现值或是能增加价值，自由现金流量减少了，其现值也就相应地减少了。当所有投资的回报都流入时（只可能在投资回报率下降时，才不会有新的投资），自由现金流量最终才会变成正值。所以斯蒂芬·佩因曼认为：①利用自由现金流量在实际中难以衡量一段时间中经营活动所增加的价值；②自由现金流量不能体现由非现金流因素所产生的价值；③投资被认为是价值的损失，公司通过减少投资能增加自由现金流量；④自由现金流量在一定程度上是一个清算的概念。他认为，当投资能够产生稳定的自由现金流量或产生以固定比率增长的自由现金流量时，现金流量折现模型最能发挥作用。

此外，在现金流量折现模型中，如何选择合理的“折现率”英文简称为 WACC，更是一个难题。事实上，在该模型中，由于 WACC 作为分母出现，企业价值的变动似乎比对现金流量预期的变动更为敏感。WACC 的高低从根本上取决于未来现金流量所隐含的风险程度的大小。现金流量的风险越大，折现率越高，反之亦然。公司不同的投资者因对于风险厌恶感的不同而使各自的要求报酬率出现差异。各类投资者对投资收益的期望、对投资风险的态度，都将综合的反应在折现率上，因此，即使对同一家公司而言，投资者对其产生的价值评估结果也可能大相径庭。

4. 各类价值评估模型的使用范围及相机选择

在案例中，尽管我们试图选择与伊利类型规模大致相同的企业作为可比企业，但即便如此，这些企业间的市盈率还是相去甚远，而最终采用平均市盈率作为伊利预计市盈率的做法也是值得推敲的。另外，用现金流量折现、市销率做出的伊利价值评估之间的结果差距也是相去甚远的。

虽然现金流量折现法被认为是最具有理论意义的价值评估方法，但并非所有的公司在任何情况中都使用此方法。而且有人认为至少下述 7 类公司不适宜采用折现法进行价值评



【拓展知识】

估，或应用时至少需要一定程度的调整。这7类公司是：①陷入财务拮据状态的公司；②收益呈周期性波动的公司；③拥有未被利用资产的公司；④有专利权的公司；⑤正在进行重组的公司；⑥涉及并购事项的公司；⑦非上市公司。前六类公司不适用折现模型的原因是难以估计其未来的现金流量，而第七类公司则是由于风险难以估量。

事实上，在现实世界中，管理者面临众多的评估标准：股东总收益、折现现金流量、经济利润、净利润等，但我们认为，对该用哪种评估标准的争论已与评估标准的真正目的相脱离。评估标准的真正目的是要帮助管理者做出价值创造决策，并引导公司所有雇员向着提升企业价值实现利润最大化目标努力。

练 习 题

1. 企业内含价值的本质是什么？
2. 如何对企业价值评估的不同方法进行决策？
3. 是否可采用净资产账面价值对伊利股份进行评估？为什么？
4. 为什么说企业价值评估是评价企业价值最大化目标实现与否的一种工具？
5. 试解释决定企业价值的主要因素。
6. 财务分析在企业价值评估中起到了什么作用？
7. 在企业价值评估中，评估人员需要收集哪些信息资料？
8. 如何理解股东财富最大化与企业价值最大化这两种目标不一致的矛盾？



【拓展案例】

第2章

旷达公司财务分析

教学目标

通过对旷达科技股份有限公司财务分析案例的学习,学生应能熟练掌握财务分析相关理论、财务分析的程序与方法;掌握主要的财务指标;能够熟练进行企业财务报表分析,并对企业偿债能力、营运能力、盈利能力、发展能力等方面进行分析评价;能够对企业财务状况进行综合分析与评价;并能够进行趋势分析与预测分析。

2.1 背景知识

2.1.1 财务分析概述



财务分析(Financial analysis)是以企业的财务报表等资料为基础,对企业的财务状况、经营成果和现金流量进行分析和评价,以帮助决策者做出经济决策的过程。财务分析的依据是企业的财务报表等会计资料,主要包括资产负债表、利润表、现金流量表、所有者权益变动表(或服务权益变动表)以及财务报表附注等。财务分析的主体不仅包括企业经营管理者、员工等内部主体,还包括企业外部的利益相关者,如债权人、股权投资人、政府职能部门、社会公众等。因此,财务分析的主体是与企业存在现实或潜在利益关系的组织或个人。

【拓展知识】

尽管财务分析对企业不同的利益相关者具有不同作用,但大致来看,通过财务分析可以发挥以下重要作用。

(1) 可以全面评价企业在一定时期内的各种财务能力,从而分析企业经营活动中存在的问题,总结财务管理工作的经验教训,促进企业改善经营活动、提高管理水平。

(2) 可以为企业外部投资者、债权人和其他有关部门和人员提供更加系统的、完整的会计信息,便于他们更加深入地了解企业的财务状况、经营成果和现金流量等情况,为其投资决策、信贷决策和其他经济决策提供依据。

(3) 可以检查企业内部各职能部门和单位完成经营计划的情况,考核各部门和单位的经营业绩,有利于企业建立和健全完善的业绩评价体系,协调各种财务关系,保证企业财



务目标的顺利实现。

2.1.2 财务分析的目的

财务分析可以帮助分析主体加深对企业的了解,减少判断的不确定性,从而增强决策的科学性。由于财务分析主体的多样性,不同的财务分析主体其财务分析的目的也不尽相同。

1. 企业经营管理者财务分析的目的

企业经营管理者受托于企业所有者,对企业各项经营活动以及企业的经营成果和财务状况进行管理和控制。企业的经营管理者是企业财务分析的重要主体之一。

首先,经营管理者进行财务分析,可以加强对企业日常活动的管理,及时地发现企业经营中的问题,并找出相应对策,完善企业的管理活动,以适应市场的千变万化。

其次,经营管理者进行财务分析,可以达到全面掌握企业的财务状况、经营成果和现金流量的目的,从而做出科学的筹资、投资等重大决策。

最后,经营管理者进行财务分析,可以借助财务分析的相关结果对企业内部的各个部门和员工进行业绩考评、进行生产经营预算的编制,以提高企业内部的凝聚力和企业整体的效益。

2. 股权投资者财务分析的目的

股权投资者也称所有者或股东,是指以股权形式向企业投入资金的自然人或法人,包括企业的现实所有者和潜在投资者。获得投资回报是股权投资者的重要目的,股权投资者拥有资产扣除负债后的剩余权益,也意味着是企业收益的最终获得者和风险的最终承担者。股权投资者高度关注的是其资本的增值和保值状况,这就需要全面了解企业的财务状况、经营成果及现金流量,从而评估企业的盈利能力,评价企业未来发展的前景,对其投资风险和投资回报做出评估和判断,并进行合理的投资决策。此外,企业投资者与经营者之间是委托代理关系,作为委托代理关系的委托人,企业投资者需要通过财务信息对企业经营者受托履行情况进行分析评价,为选择经营者提供依据。因此,股权投资者进行财务分析时内容应尽量全面,既要关心企业的盈利能力、资产管理水平等内容,还要对企业的风险、竞争能力、发展前景进行分析。

3. 债权人财务分析的目的

债权人也称债权投资者,是以债权形式向企业投入资金的自然人或法人。债权人为了保证其投入企业资金的安全性,会非常关注企业现有资源和未来现金流量的稳定性和持续性。依据债权期限的不同,债权人分为短期债权人和长期债权人。债务期限长短不同,债权人进行财务分析的侧重点也不同。

短期债权人主要关心企业短期的财务状况、短期资产的流动性和短期资金的周转情况。而长期债权人由于债权期限普遍长于一年或一个营业周期,不需要在近期动用现金偿还,因此长期债权人侧重于分析企业未来的现金流量和盈利能力。从持续经营的角度来看,企业未来的盈利能力是确保企业履行债务的有效保障,因此,盈利能力分析对长期债权人来说十分重要。

4. 政府职能部门财务分析的目的

政府职能部门如财政部门、税务部门、工商部门、统计部门等,这些部门在履行政府职能时,需要对企业进行财务分析以便更好的了解企业的经营活动和宏观经济的运行情况。政府职能部门对企业进行财务分析的目的主要是监督企业是否遵循了相关政策法规,检查企业是否存在逃避缴纳税款的情况、掌握企业发展状况等,以维护正常的市场经济秩序,保障国家和社会利益。

5. 其他财务分析主体的目的

除以上财务分析主体以外,企业的供应商、客户、员工、审计师、竞争对手等也都可能需要通过财务分析来进一步了解企业的相关情况。企业的供应商希望通过财务分析了解企业的持续购买能力、支付能力、短期偿款能力。企业的员工可以通过财务分析了解企业的经营状况、盈利能力和发展前景,进而判断其工作的收益性、稳定性和长期保障性等。竞争对手通过财务分析,可以判断企业的经营效率和效果,寻求更佳的竞争对策。

2.1.3 财务分析的内容

财务分析的内容与目的有着密切的关系。目的不同,分析内容的侧重点也会有差别。通常来说,企业财务分析的内容主要包括偿债能力分析、营运能力分析、盈利能力分析、发展能力分析、财务趋势分析以及财务状况综合分析。



【拓展知识】

1. 偿债能力分析

偿债能力分析分为短期偿债能力分析和长期偿债能力分析。短期偿债能力分析主要和企业的流动性相关,长期偿债能力分析则主要和企业的财务风险相关。

短期偿债能力是指企业以流动资产偿还流动负债的能力。流动负债是指将在1年内或超过1年的一个营业周期内需要偿付的债务。企业的流动性和短期偿债能力直接关系着企业的短期经营安全和短期债务安全,如不能及时偿还流动负债,就可能使企业陷入财务困境。因此,不仅短期债权人会重视对企业短期偿债能力的分析,企业管理者、股权投资者等都会关注企业的短期偿债能力。影响企业流动性和短期偿债能力的因素有很多,主要包括流动资产、流动负债、营运资金和现金流量。通常,用来分析评价企业短期偿债能力的财务比率主要有:流动比率、速动比率、现金比率、现金流量比率等。

长期偿债能力是指企业偿还长期负债的能力。企业的长期偿债能力直接关系着企业的长期经营安全和长期债务安全,是长期债权人、企业管理者以及股权投资者等主体关注的重要内容。影响企业长期偿债能力的主要因素包括资本结构、财务杠杆以及长期盈利水平和经营活动现金流量。用来分析评价企业长期偿债能力的财务比率主要有:资产负债率、股东权益比率、权益乘数、产权比率、偿债保障比率和利息保障倍数等。

反映企业短期偿债能力的财务比率有流动比率、速动比率、现金比率。

(1) 流动比率。流动比率是流动资产与流动负债的比值,表示每一元流动负债有多少元流动资产作为保障。该比率越高,表明企业的短期偿债能力就越强,短期债权人投入的资金安全保障越高。一般认为,流动比率值为2时比较合适。流动比率过高,说明企业流



动资产占用较多,会影响经营资金周转效率和获利能力。

$$\text{流动比率} = \frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}} \times 100\%$$

(2) 速动比率。速动比率是速动资产与流动负债的比率。在企业的流动资产中,货币资金、交易性金融资产、应收账款和应收票据的流动性较强,而存货的流动性较弱,如果将存货从流动资产中剔除,剩余的资产就是速动资产。速动比率是衡量企业流动资产中可以立即变现偿付流动负债的能力,该指标越高,表明企业偿还流动负债的能力越强,但是速动比率过高,表明企业会因现金及应收账款占用过多,而增加企业的机会成本。一般认为,速动比率为1比较合理,此时表明企业既有良好的债务偿还能力,又有较为合理的流动资产结构。

$$\text{速动比率} = \frac{\text{速动资产}}{\text{流动负债}} = \frac{\text{流动资产} - \text{存货}}{\text{流动负债}} \times 100\%$$

(3) 现金比率。现金比率是企业的现金类资产与流动负债的比值。现金类资产主要包括库存现金、银行存款以及其他现金等价物,假设银行存款随时可支取的前提下,在计算该比率时可用资产负债表中的货币资金作为现金和现金等价物之和。由于现金比率将应收账款和应收票据等流动性较强的流动资产也排除在外,反映了企业立即偿还到期债务的能力。现金比率值高说明企业立即变现的能力强,但该指标过高也可能反映企业不善于充分利用现金资源。对该比率进行分析需要具体情况具体分析。

$$\text{现金比率} = \frac{\text{现金} + \text{现金等价物}}{\text{流动负债}} \times 100\%$$

分析企业长期偿债能力的主要财务指标有资产负债率、股东权益比率与权益乘数、产权比率、有形净值债务率、利息保障倍数等。

(1) 资产负债率。资产负债率又称负债比率,是企业的负债总额和资产总额的比值。一般情况下,资产负债率越小,表明企业长期偿债能力越强,企业的财务风险越小。但该比率值的大小优劣应从不同主体进行分析。从债权人来说,该指标越小表明企业偿债能力越有保证。从企业所有者来看,资产负债率并非越小越好。因为资产负债率过低说明企业没能充分利用财务杠杆,没有充分发挥负债经营的好处。保守的观点认为资产负债率不应高于50%,而国际上通常认为资产负债率等于60%时较为适当。

$$\text{资产负债率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}} \times 100\%$$

(2) 股东权益比率与权益乘数。股东权益比率是股东权益总额和资产总额的比值,表明企业资产中有多大比例是所有投入的。股东权益比率是企业长期偿债能力的重要指标。该比率越高,说明企业资产中由投资人投资所形成的资产越多,偿还债务的保证程度越高。同时,该指标值越大,说明企业资产负债率越小,企业的财务风险就越小;反之,企业的财务风险就越大。

股东权益比率的倒数称作权益乘数,代表企业资产总额是股东权益的多少倍。该指标表示企业的股东权益支撑着多大规模的投资,是常用的财务杠杆计算方法。权益乘数越大,说明股东投入的资本在资产中所占的比重越小,对负债经营利用的越充分,同时也表明企业财务风险越大,债权人的受保护程度也就越低。

$$\text{股东权益比率} = \frac{\text{股东权益}}{\text{资产总额}} \times 100\%$$

$$\text{权益乘数} = \frac{\text{资产总额}}{\text{股东权益}} \times 100\%$$

(3) 产权比率。产权比率也称债务权益比率,是负债总额和股东权益总额之比。产权比率是资产负债率的另一种表现形式,它更侧重于揭示企业财务结构的保守程度,以及股东权益对偿债风险的承受能力。产权比率越低,表明公司的长期偿债能力越强,债权人的资金安全系数越高,企业的财务风险越小。反之,产权比率越高,表明企业财务风险越高。

$$\text{产权比率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{股东权益总额}} \times 100\%$$

(4) 有形净值债务率。有形净值债务率是为了进一步分析股东权益对负债的保障程度。考虑到无形资产可能并不适宜用来偿还债务,故而应该从股东权益总额中剔除,在此基础上得出的比率称为有形净值债务率,从长期偿债能力来讲,比率越低越好。

$$\text{有形净值债务率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{股东权益总额} - \text{无形资产净值}} \times 100\%$$

(5) 利息保障倍数。利息保障倍数又称已获利息倍数,是指企业生产经营所获得的息税前利润与利息费用的比率,表明1元债务利息有多少倍的息税前盈利作为保障。利息保障倍数反映支付利息的利润来源(息税前利润)与利息支出之间的关系,该比率越高,说明该企业长期偿债能力越强。

$$\text{利息保障倍数} = \frac{\text{息税前利润}}{\text{利息费用}} = \frac{\text{税前利润} + \text{利息费用}}{\text{利息费用}} \times 100\%$$

通过以上比率的计算和分析可以从不同方面考察企业的偿债能力。实际情况中还有一些因素会影响企业偿债能力,主要有以下几个方面。

(1) 可动用的银行贷款指标或授信额度。当企业存在可动用的银行贷款指标或授信额度时,这些数据不在财务报表内反映,但由于可以随时增加企业的支付能力。因此可以提高企业偿债能力。

(2) 资产质量。在财务报表内反映的是资产的账面价值,但由于财务会计报告的局限性,资产的账面价值与实际价值可能存在差异,如资产可能被高估或低估,一些资产无法记入到财务报表等。此外,资产的变现能力也会影响偿债能力。如果企业存在很快变现的长期资产,会增加企业的短期偿债能力。

(3) 或有事项和承诺事项。如果企业存在债务担保或未决诉讼等或有事项,会增加企业的潜在偿债压力。同样各种承诺支付事项,也会加大企业偿债义务。

(4) 经营租赁。当企业存在经营租赁时,意味着企业要在租赁期内分期支付租赁费用,也即有固定的、经常性的支付义务。但是经营租赁的负债未反映在资产负债表上,因此经营租赁作为一种表外融资方式,会影响企业的偿债能力。特别是经营租赁期限较长、金额较大的情况。因此,如果企业存在经营租赁,应考虑租赁费用对偿债能力的影响。



2. 营运能力分析

营运能力分析，主要是对企业资产结构和资产效率进行分析。通过营运能力的分析有助于了解企业资产管理水平的高低和资产营运能力的强弱。企业营运能力的强弱取决于资产的周转速度、资产运行情况、资产管理水平等因素。举例来讲，一般企业资产周转速度越快，资产使用的效率越高，则企业资产营运能力越强；反之，资产营运能力就越弱。用来分析评价企业营运能力常用的财务比率主要有：应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率等。

(1) 应收账款周转率。

应收账款周转率是企业一定时期赊销收入净额与应收账款平均余额的比率。通常，应收账款周转次数越高、周转天数越短表明企业回收应收账款的速度越快，应收账款管理效率也就越高，它是衡量企业应收账款周转速度及管理效率的指标。

$$\begin{aligned}\text{应收账款周转率} &= \frac{\text{赊销收入净额}}{\text{应收账款平均余额}} \times 100\% \\ \text{应收账款平均余额} &= \frac{\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}}{2} \\ \text{应收账款平均收账期} &= \frac{360}{\text{应收账款周转率}}\end{aligned}$$

(2) 存货周转率。

存货周转率也称库存周转率，是企业一定时期的销售成本与存货平均余额的比率。一般来讲，存货周转速度越快，存货占用水平越低，流动性越强，存货转化为现金或应收账款的速度就越快，企业的短期偿债能力及盈利能力也就越强。反之，存货周转速度越慢则变现能力越差。

$$\begin{aligned}\text{存货周转率} &= \frac{\text{销售成本}}{\text{存货平均余额}} \times 100\% \\ \text{存货平均余额} &= \frac{\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}}{2} \\ \text{存货周转天数} &= \frac{360}{\text{存货周转率}}\end{aligned}$$

(3) 流动资产周转率。

流动资产周转率是企业一定时期内主营业务收入净额与平均流动资产总额的比率，是企业流动资产运用效率的重要指标。在一定时期内，流动资产周转次数越多，表明以相同的流动资产完成的周转额越多，流动资产利用效果越好，反之，流动资产的利用效率较低。流动资产周转天数越少，表明流动资产在经历生产、销售各阶段所占用的时间越短，可相对节约流动资产，增强企业盈利能力。

$$\begin{aligned}\text{流动资产周转率} &= \frac{\text{主营业务收入}}{\text{平均流动资产总额}} \times 100\% \\ \text{平均流动资产总额} &= \frac{\text{流动资产年初数} + \text{流动资产年末数}}{2} \\ \text{流动资产周转天数} &= \frac{360}{\text{流动资产周转率}}\end{aligned}$$

(4) 固定资产周转率。

固定资产周转率也称固定资产利用率，是企业一定时期内销售收入与固定资产平均净值的比率。固定资产周转率高，说明企业固定资产投资得当，结构合理，利用效率高；反之，如果固定资产周转率不高，则表明固定资产利用效率不高，提供的生产成果不多，企业的营运能力不强，它反映了企业资产的利用程度。

$$\text{固定资产周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{固定资产平均净值}} \times 100\%$$

$$\text{固定资产平均净值} = \frac{\text{期初固定资产净值} + \text{期末固定资产净值}}{2}$$

(5) 总资产周转率。

总资产周转率也称总资产利用率，是企业销售收入净额与资产平均总额的比率。这一比率用来衡量企业资产整体的使用效率。总资产由各项资产组成，在销售收入既定的情况下，总资产周转率的驱动因素是各项资产。因此，对总资产周转情况的分析应结合各项资产的周转情况，以发现影响企业资产周转的主要因素。总资产周转率越高，说明企业销售能力越强，资产投资的效益越好。

$$\text{总资产周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{资产平均总额}} \times 100\%$$

$$\text{资产平均总额} = \frac{\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}}{2}$$

3. 盈利能力分析

盈利能力是指企业获取利润的能力，盈利能力的高低体现在收入与成本相抵后的会计利润上，并最终会体现在一系列的财务指标上。公司盈利能力涉及不同主体各方面的利益，无论是投资者、债权人、企业管理者，还是其他利益相关者，都十分关注企业的盈利能力。因此，盈利能力是财务分析中非常重要的一部分内容。影响企业盈利能力大小的因素有很多，如企业的营业活动、投资活动、营业外收支活动，包括企业的营销能力、成本费用管理水平、资产管理水平、风险管理水平等方面。但是在对企业的盈利能力进行分析时，一般只关注企业正常经营活动的盈利能力。因为只有正常的、持续的经营活动才能代表企业长期、稳定的盈利能力。分析企业盈利能力常用的财务指标主要有：资产报酬率、股东权益报酬率、销售毛利率、销售净利率、成本费用净利率等；实务中上市公司经常采用每股利润、每股股利、每股净资产、市盈率等指标评价其获利能力。

(1) 资产报酬率。

资产报酬率 (Return On Assets, ROA) 也称资产收益率，是指企业在一定时期的利润额与资产平均总额的比率。由于利润额可以分为息税前利润、利润总额和净利润，按照所用的利润额不同，资产报酬率可分为资产息税前利润率、资产利润率和资产净利率。

资产息税前利润率也称基本获利率，是企业的息税前利润与总资产平均总额之比。该指标反映企业总体的获利能力。该指标是将公司占用的全部资产作为一种投入，对应的是息税前利润总和，以评价公司的投入和产出的效率。公司的投入就是占用的资产总额，其回报就是息税前利润。该指标越大，说明企业的整体的获利能力越强。

资产利润率又称投资盈利率、资产所得率、企业资金利润率，是企业利润总额与资产

平均总额的比率。通常用来反映企业资产盈利能力的指标。是指企业在一定时间内实现的利润与同期资产平均占用额的比率。企业资产利润率这项指标能反映企业全面改善生产经营管理, 不断提高企业的经济效益。

资产净利率衡量的是企业一定时期的净利润与资产平均总额的比率。该指标反映企业资产的利用效果, 总资产净利率越高, 表明企业资产的利用效果越好。影响资产净利率的因素是销售净利率和总资产周转率。

$$\text{资产息税前利润率} = \frac{\text{息税前利润}}{\text{资产平均总额}} \times 100\%$$

$$\text{资产利润率} = \frac{\text{利润总额}}{\text{资产平均总额}} \times 100\%$$

$$\text{资产净利率} = \frac{\text{净利润}}{\text{资产平均总额}} \times 100\%$$

$$\text{资产平均总额} = \frac{\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}}{2}$$

(2) 股东权益报酬率。

股东权益报酬率 (Return On Equity, ROE) 也称净资产收益率或所有者权益报酬率, 是企业一定时期的净利润与股东权益平均总额的比率。一般来说, 净资产收益率越高, 股东和债权人的利益保障程度就越高。如果企业的净资产收益率在一段时期内持续增长, 说明资本盈利能力稳定上升。但净资产收益率不是一个越高越好的概念, 分析时要注意企业的财务风险。

$$\text{股东权益报酬率} = \frac{\text{净利润}}{\text{股东权益平均总额}} \times 100\%$$

$$\text{股东权益平均总额} = \frac{\text{期初股东权益总额} + \text{期末股东权益总额}}{2}$$

(3) 营业毛利率。

营业毛利率是营业毛利与营业收入的比值。用于对企业获利能力的分析营业毛利是指营业收入扣减营业成本后的余额。营业收入是企业利润的前提, 只有营业收入扣除营业成本后有余额, 才能进一步抵补企业的各项费用, 最终形成净利润, 因此营业毛利是企业最终利润的基础。营业毛利率越高, 表明产品的盈利能力越强。将营业毛利率与行业水平进行比较, 可以反映企业产品的市场竞争地位。

$$\text{营业毛利率} = \frac{\text{营业毛利}}{\text{营业收入}} \times 100\% = \frac{\text{营业收入} - \text{营业成本}}{\text{营业收入}} \times 100\%$$

(4) 营业净利率。

营业净利率是净利润与营业收入的比值, 该比值越高, 说明企业的盈利能力越强。也说明企业在正常经营的情况下由盈转亏的可能性较小, 并且通过扩大营业规模获取利润的能力也就越强。同时, 将营业净利率按利润的扣除项目进行分解还可以识别影响营业净利率的主要因素。

$$\text{营业净利率} = \frac{\text{净利润}}{\text{营业收入}} \times 100\%$$

(5) 成本费用净利率。

成本费用净利率是企业净利润与成本费用总额的比率。反映了企业生产经营过程中发

生的耗费与获得的报酬之间的关系。成本费用净利率越高,说明企业为获取报酬而付出的代价越小,企业的盈利能力越强,企业对成本费用的管理水平也就越高。

$$\text{成本费用净利率} = \frac{\text{净利润}}{\text{成本费用总额}} \times 100\%$$

(6) 每股收益。

每股收益也称每股利润或每股盈余,是公司普通股股东每持有一股所能享有的净利润或需承担的企业净亏损,它是股份公司税后利润分析的一个重要指标。每股收益是综合反映企业获利能力的重要指标,可以用来判断和评价管理层的经营业绩。每股收益越高,企业的盈利能力越强。每股收益这一财务指标在不同行业、不同规模的上市公司之间具有相当大的可比性,因而在各上市公司之间的业绩比较中被广泛地加以引用。此指标越高,表明投资价值越大;否则反之。但是每股收益多并不意味着每股股利多,还要看公司股利分配政策。此外,每股收益不能反映股票的风险水平。

$$\text{每股收益} = \frac{\text{净利润} - \text{优先股股利}}{\text{发行在外的普通股平均股数}}$$

(7) 每股净资产。

每股净资产也称每股账面价值,是股东权益总额除以发行在外的普通股股数。严格地说来,每股净资产并不是衡量公司盈利能力的指标,但是它会受到公司盈利的影响。当公司利润较高时,每股净资产会较快的增长。利用该指标进行横向和纵向对比,可以衡量上市公司股票的投资价值。如在企业性质相同、股票市价相近的条件下,某一企业股票的每股净资产越高,则公司发展潜力与其股票的投资价值越大,投资者所承担的投资风险越小。但是,也不能一概而论,在市场投机气氛较浓的情况下,每股净资产指标往往不太受重视。

$$\text{每股净资产} = \frac{\text{股东权益总额}}{\text{发行在外的普通股股数}}$$

(8) 市盈率。

市盈率是指普通股每股市价与当期每股收益之间的比率,即每股市价对于每股收益的倍数。该指标可以用来判断公司股票与其他公司股票相比其潜在的价值。因此,市盈率是股票市场上反映股票投资价值的重要指标。该比率的高低反映了市场上的投资者对股票投资收益和投资风险的预期。一方面,市盈率越高意味着投资者对该股票的收益预期越好、投资价值越大;反之,投资者对该股票评价越低。另一方面,市盈率越高,也说明获得一定的预期利润投资者需要支付更高的价格,因此,投资于该股票的风险也越大;市盈率越低,说明投资于该股票的风险越小。

影响企业股票市盈率的因素有:上市公司盈利能力的成长性、投资者所获报酬率的稳定性、市盈率也受到利率水平变动的影响。当市场利率水平变化时,市盈率也应作相应的调整。

使用市盈率进行分析的前提是每股收益维持在一定水平之上,如果每股收益很小或接近亏损,但股票市价不会降至为零,会导致市盈率极高,但此时很高的市盈率不能说明任何问题;此外,以市盈率衡量股票投资价值尽管具有市场公允性,但还存在一些缺陷。

① 股票价格的高低受很多因素影响,非理性因素的存在会使股票价格偏离其内在价值;

② 市盈率反映了投资者的投资预期,但由于市场不完全和信息不对称,投资者可能会对股票做出错误估计。因此,通常难以根据某一股票在某一时期的市盈率对其投资价值



做出判断,应该进行不同期间以及同行业不同公司之间的比较或与行业平均市盈率进行比较,以判断股票的投资价值。

在计算市盈率时,分子每股市价通常取最新收盘价,分母每股收益可选用最近一年盈利,也可以选择未来一年或几年的预测盈利。

$$\text{市盈率} = \frac{\text{每股市价}}{\text{每股收益}} \times 100\%$$

(9) 市净率。

市净率是指普通股每股市价与每股净资产的比率。该指标反映了公司股票的市场价值与账面价值之间的关系,比率越高,说明股票的市场价值越高。一般说来,资产质量好、盈利能力强的公司,其市净率会比较高;而风险较大、发展前景较差的公司,其市净率会比较低。

$$\text{市净率} = \frac{\text{每股市价}}{\text{每股净资产}} \times 100\%$$

4. 成长能力分析

成长能力也称发展能力,是指企业在从事经营活动过程中所表现出来的增长能力,反映了企业未来的发展前景。主要表现在企业未来发展趋势与发展速度上,包括企业规模的扩大,利润和所有者权益的增加。从形成上看,一个企业的成长能力主要通过自身的生产经营活动,不断扩大和积累而形成,主要依托于不断增长的销售收入、不断增加的资金投入和不断创造的利润等。从结果来看,只有成长能力强的企业才能不断为股东创造财富,不断增加企业价值。用来分析评价企业成长能力常用的财务指标主要有:销售增长率、利润增长率、资产增长率和股东权益增长率等。

(1) 销售增长率。

销售增长率是本期营业收入增加额与上期营业收入之比。该比率反映的是企业某个时期整体销售增长的情况。比率越高,表明企业销售收入的增长速度越快,企业市场前景越好;反之,则企业在市场竞争中处于不利的地位。它是分析企业成长状况和发展能力的基本指标。

$$\text{销售增长率} = \frac{\text{本年营业收入增长额}}{\text{上年营业收入总额}} \times 100\%$$

(2) 利润增长率。

利润增长率是指企业本期利润增长额与上期利润总额的比率。该比率反映了企业盈利能力的变化,值越高,说明企业的成长性越好,发展能力越强。由于利润有息税前利润、营业利润、净利润等多种形式,因此相应的利润增长率也具有不同的表现形式。在实际中,通常使用营业利润增长率、净利润增长率这两种比率来反映企业营业利润的增减变动情况。

$$\text{利润增长率} = \frac{\text{本期利润增长额}}{\text{上期利润总额}} \times 100\%$$

(3) 资产增长率。

资产增长率是企业本期总资产增长额与上期资产总额的比率。资产增长率越高,表明企业一定时期内资产经营规模扩张的速度越快。但在分析时,需要关注资产规模扩张的质和量的关系,以及企业的后续发展能力,避免盲目扩张导致的增长。

$$\text{资产增长率} = \frac{\text{本年总资产增长额}}{\text{年初资产总额}} \times 100\%$$

(4) 股东权益增长率。

股东权益增长率,也称为净资产增长率或资本积累率,是指企业本年股东权益增长额与年初股东权益总额的比率。股东权益增长率反映了当年股东权益的变化水平,体现了企业资本的积累能力,是评价企业发展潜力的重要财务指标。该比率越高,说明企业资本积累能力越强,企业的发展能力也越好。

$$\text{股东权益增长率} = \frac{\text{本期股东权益增加额}}{\text{股东权益期初余额}} \times 100\%$$

5. 财务趋势分析

传统的财务分析大多从静态角度出发分析企业的财务状况和经营成果,面对竞争日益激烈的市场环境,单从企业的偿债能力、营运能力、盈利能力和成长能力几个方面进行分析往往不够全面。因此,财务分析需要把握企业的方方面面,并找到其中的关联,不断完善财务分析的内容。财务趋势分析是指通过比较企业连续几期的财务报表或财务比率,分析企业财务状况的变化的趋势,并以此预测企业未来的财务状况和发展前景。财务趋势分析的主要方法有比较财务报表、比较百分比财务报表、比较财务比率等方法。

6. 财务状况综合分析

所谓财务状况综合分析,就是对企业的各个方面进行系统、全面的分析,从而对企业的财务状况和经营成果做出整体的评价与判断。企业的各个方面并不是孤立的,而是紧密联系的。在进行财务分析时不能局限于某一个方面,单独分析任何一类财务指标,都不足以全面地评价企业的财务状况和经营成果,只有对各种财务指标进行系统的、综合的分析,才能对企业的财务状况做出全面、合理的评价。常用的财务综合分析方法有沃尔比重评分法和杜邦分析法,这两种方法将在财务分析的方法中具体介绍。

2.1.4 财务分析的方法

一般来说,财务分析的方法主要有趋势分析法、因素分析法、比率分析法和综合分析法等。在财务分析中,不同的分析主体出于不同的目的会选取不同的方法,但值得注意的是这些方法并不是独立的分析方法,事实上这几类方法都有一定程度的重合,几乎每一类分析方法都会与其他分析方法相结合来运用。

1. 趋势分析法

趋势分析法又称水平分析法,是将两期或连续数期财务报告中相同指标进行对比,确定其增减变动的方向、数额和幅度,以说明企业财务状况和经营成果的变动趋势的一种方法。

趋势分析法的具体运用主要有以下三种方式。

(1) 重要财务指标的比较。它是将不同时期财务报告中的相同指标或比率进行比较,直接观察其增减变动情况及变动幅度,考察其发展趋势,预测其发展前景。

(2) 会计报表的比较。会计报表的比较是将连续数期的会计报表的金额并列起来,比较其相同指标的增减变动金额和幅度,据以判断企业财务状况和经营成果发展变化的一种方法。



(3) 会计报表项目构成的比较。这是在会计报表比较的基础上发展而来的。它是将会计报表中的某个总体指标作为 100%，再计算出其各组成项目占该总体指标的百分比，从而来比较各个项目百分比的增减变动，以此来判断有关财务活动的变化趋势。

趋势分析法有助于预测企业未来的财务状况和经营成果，具体运用主要有以下三种方式。

(1) 绝对数额分析。绝对数额分析是将相关项目连续几期的绝对数额进行对比。通过这种分析可以看出相关项目的变动方向是呈上升的趋势、下降的趋势、不断波动的趋势，还是保持相对稳定以直接观察资产、负债，及所有者权益每一项且增减变化的绝对数。常见于会计报表的比较。

(2) 定基分析。定基分析是选定一个固定的期间作为基期，计算各分析期的相关项目与基期相比的百分比。通过这种分析不仅可以看出相邻两期某个项目的变动方向和变动幅度，还可以看出一个较长期间内的总体变动趋势，便于进行较长期限的趋势分析。

$$\text{定基比率} = \frac{\text{分析期项目值}}{\text{基期项目值}} \times 100\%$$

(3) 环比分析。环比分析是以每一分析期的前期数额为基期数额而计算出来的动态比率，即计算相邻两期的变动百分比。关注的是分析期项目值与上期该项目值的变动百分比。通过这种分析不仅可以看出相关项目的变动方向，还可以看出其变动的幅度。可以反映公司的成长盈利过程。

$$\text{环比变动百分比} = \frac{\text{分析期项目值} - \text{上期该项目值}}{\text{上期该项目值}} \times 100\%$$

趋势分析法是常用的财务分析方法，但在采用趋势分析法时，必须注意以下问题：用于进行对比的各个时期的指标，在计算口径上必须一致；应剔除偶发性项目的影响，使作为分析的数据能反映正常的经营状况；注意应用例外原则，应对某项有显著变动的指标作重点分析，研究其产生的原因，以便采取对策，趋利避害。

2. 比率分析法

比率分析法是指利用财务报表中不同项目相关数值的比率揭示企业财务状况和经营成果的一种分析方法。根据分析的目的和要求的不同，比率分析主要分为以下三种。

(1) 构成比率。构成比率又称结构比率，是某个经济指标的各个组成部分与总体的比率，反映部分与总体的关系，如流动资产与资产总额的比率、流动负债与负债总额的比率。其计算公式为：

$$\text{构成比率} = \frac{\text{某个组成部分数额}}{\text{总体数额}} \times 100\%$$

利用构成比率，其作用在于了解每项流动资产所占用的投资额和弥补流动比率的不足。以便协调各项财务活动。

(2) 效率比率。它是某项经济活动中投入与产出的比率，效率比率越高代表其效率越低。如资产报酬率。利用效率比率指标，可以进行得失比较，考察经营成果，评价经济效益。

(3) 相关比率。它是根据经济活动客观存在的相互依存、相互联系的关系，以某个项目与与其有关但又不同的项目加以对比所得的比率，反映有关经济活动的相互关系。如流动比率。

比率分析法的优点是计算简便,计算结果容易判断,而且可以使某些指标在不同规模的企业之间进行比较,甚至也能在一定程度上超越行业间的差别进行比较。但采用这一方法时对比率指标的使用该注意对比项目的相关性、对比口径的一致性以及衡量标准的科学性。利用相关比率可以考察各项经济活动之间的相互关系,从而反映出企业的财务状况。

3. 因素分析法

因素分析法也称因素替换法、连环替代法,它是用来确定几个相互联系的因素对分析对象——综合财务指标或经济指标的影响程度的一种分析方法。采用这种方法的出发点在于,当有若干因素对分析对象发生影响作用时,假定其他各个因素都无变化,顺序确定每一个因素单独变化所产生的影响方向和影响程度。下面简要介绍运用连环替代法进行因素分析的基本步骤。

第一步:确定财务指标差异,即财务指标实际值与比较标准之间的差异。假设财务综合指标 Y 的标准为 Y_0 、以下称为基准值,实际值为 Y_1 ,则财务指标差异 $\Delta Y = Y_1 - Y_0$ 。

第二步:确定分析指标与其影响因素之间的关系。根据综合财务指标形成的过程,找出该项财务指标受到哪些因素变动的影响,以及财务指标与各影响因素的内在关系,建立分析计算公式如下:

$$Y = a \times b \times c$$

Y 表示综合财务指标, a 、 b 、 c 表示构成综合财务指标的因素之间的关系。

第三步:分别列出分析对象的算式。按构成综合财务指标的因素之间的关系,列出基准值的算式和实际值的算式:

$$\text{基准值 } Y_0 = a_0 \times b_0 \times c_0$$

$$\text{实际值 } Y_1 = a_1 \times b_1 \times c_1$$

$$\text{差异值 } \Delta Y = Y_1 - Y_0 \quad (\Delta Y \text{ 为分析对象})$$

第四步:连环顺序替代,计算替代结果。按构成综合财务指标的各因素的排列顺序,逐一用构成实际值的各因素代替基准值的各因素,并计算出每次替代的结果。

$$\text{基准值 } Y_0 = a_0 \times b_0 \times c_0 \quad ①$$

$$\text{替换 } a \text{ 因素: } a_1 \times b_0 \times c_0 \quad ②$$

$$\text{替换 } b \text{ 因素: } a_1 \times b_1 \times c_0 \quad ③$$

$$\text{替换 } c \text{ 因素: } a_1 \times b_1 \times c_1 \quad ④$$

第五步:比较各因素的替代结果,确定各因素对分析指标的影响程度。比较替代结果是连环进行的,即将每次替代所计算的结果与这一因素被替代前的结果进行对比,计算出各因素变动对综合财务指标的影响程度。

$$② - ① = \Delta a \quad \text{即为 } a \text{ 因素变动对 } Y \text{ 指标的影响}$$

$$③ - ② = \Delta b \quad \text{即为 } b \text{ 因素变动对 } Y \text{ 指标的影响}$$

$$④ - ③ = \Delta c \quad \text{即为 } c \text{ 因素变动对 } Y \text{ 指标的影响}$$

第六步:检验分析结果。将各因素变动影响程度之和相加,检验是否等于总差异值,即:

$$\Delta a + \Delta b + \Delta c = \Delta Y$$

4. 综合分析法

财务综合分析法主要有杜邦分析法、沃尔比重评分法、经济增加值分析法以及平衡计

分卡分析,在这里主要论述沃尔比重评分法和杜邦分析法。

(1) 沃尔比重评分法。

在进行财务分析时,人们常遇到一个难题是在计算出各项财务比率以后,无法判定其是偏高还是偏低。将实际比率与企业的历史水平或预算指标相比,只能看到企业自身的变化,很难评价其市场竞争中的优劣地位。为了弥补这些缺点,亚历山大·沃尔在1928年出版编写的《信用晴雨表研究》和《财务报表比率分析》中,提出了信用能力指数概念。他把选定的流动比率、产权比率、固定资产比率、存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率和权益资本周转率等七项财务比率用线性关系结合起来,分别给定各指标的比重,总和为100分。然后通过与标准比率进行比较,确定各项指标的得分及总体指标的累计分数,对企业的财务状况作出综合评价的方法。

沃尔比重评分法的基本步骤包括:第一步,选择评价指标并分配指标权重;第二步,根据各项财务比率的重要程度,确定其标准评分值;第三步,确定各项评价指标的标准值;第四步,对各项评价指标计分并计算综合分数;最后形成评价结果。

沃尔比重评分法的公式为:实际分数=实际值÷标准值×权重

沃尔比重评分法从理论上存在一个明显的问题,就是不能证明为什么要选择这七个指标,而不是更多或更少,或者是其他指标,也不能证明每个指标所占比重的合理性。另外,从技术层面上看沃尔比重评分法也存在一个问题,就是当某一个指标严重异常时,会对总评分产生不合逻辑的重大影响。这个缺陷是由财务比率与其比重相乘引起的。财务比率提高一倍,评分增加100%;而财务比率缩小一倍,评分只减少50%。尽管沃尔比重评分法在理论上还有待证明,在技术上也不够完善,但在实践中仍然被广泛应用。

下面用沃尔比重评分法给某企业2015年信用状况评分,结果见表2-1。

表2-1 某企业2015年沃尔比重评分结果表

财务比率	比重 (1)	标准比率 (2)	实际比率 (3)	相对比率 (4)=(3)÷(2)	评分 (5)=(1)×(4)
流动比率	25	2	0.73	0.37	9.25
产权比率	25	1.2	0.89	0.74	18.54
固定资产比率	15	2.5	3.98	1.59	23.88
存货周转率	10	8	7.64	0.96	9.55
固定资产周转率	10	1.5	3.18	2.12	21.20
应收账款周转率	10	6	34.06	5.68	56.77
权益资本周转率	5	3	1.86	0.62	3.10
合计	100	—	—	—	142.29

(2) 杜邦分析法。

杜邦分析法最早由美国杜邦公司使用,故名杜邦分析法。它是利用几种主要的财务比率之间的关系来综合地分析企业的财务状况。具体来说,它是一种用来评价公司赢利能力和股东权益回报水平,从财务角度评价企业绩效的一种经典方法。其基本思想是将企业股东权益报酬率逐级分解为多项财务比率乘积,这样有助于深入分析比较企业经营业绩。采

用这一方法可使财务比率分析的层次更清晰、条理更突出,为报表分析者全面仔细地了解企业的经营和盈利状况提供方便。

杜邦分析方法主要反映了以下几种财务比率的关系。

$$\begin{aligned}\text{股东权益报酬率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{平均股东权益}} \times 100\% \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{平均资产总额}} \times \frac{\text{平均资产总额}}{\text{平均股东权益}} \times 100\% \\ &= \text{资产净利率} \times \text{平均权益乘数} \times 100\% \\ \text{资产净利率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{平均资产总额}} \times 100\% \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{平均资产总额}} \times 100\% \\ &= \text{营业净利率} \times \text{总资产周转率} \times 100\%\end{aligned}$$

通过上述两组公式,可以得到:

$$\text{股东权益报酬率} = \text{营业净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{平均权益乘数} \times 100\%$$

在揭示出这几组重要的关系后,还可以进一步往下层层分解,将企业的诸多方面都包含进去,形成一个综合的分析体系,这就是杜邦分析体系,如图2.1所示。



图 2.1 杜邦分析图

2.1.5 财务分析的程序

财务分析是一项比较复杂的工作,必须按照科学的程序进行,才能保证分析的效率与效果。财务分析的基本程序包括以下几个步骤。

1. 明确分析目的

财务分析的目的是财务分析的出发点。只有明确了分析目的,才能决定分析范围的大

小、搜集信息的内容和多少、分析方法的选用等一系列问题。如前所述,不同的财务分析主体有着不同的财务分析目的,而同一财务分析主体在不同的情况或环境下的分析目的也不完全相同。所以,在财务分析中必须首先明确分析目的。

2. 确定分析范围

财务分析的范围取决于财务分析的目的,由于财务分析的内容很多,但不是每一次财务分析都必须完成所有的内容。如债权人可能只关心企业偿还债务的能力,便只需搜集与企业偿债能力相关的资料。只有根据不同的分析目的确定不同的分析范围,才能提高财务分析的效率,才能便于资料的搜集。

3. 搜集相关信息

明确分析目的、确定分析范围后,接下来就是有针对性的搜集相关信息。财务分析所依据的最主要的资料是企业的财务报表及附注等财务信息。除此之外,企业内部供产销各方面的有关资料以及企业外部的审计、市场、行业等方面的信息都可能与财务分析息息相关。财务分析中应搜集充分的信息,搜集多少信息、搜集怎样的信息应服从于财务分析的目的和范围。

4. 选择分析方法

常用的财务分析方法有比率分析法、比较分析法等,不同的财务分析方法有不同的特点,在进行财务分析时可单独使用,也可结合使用。最适合分析目的、分析内容的方法就是最佳的方法。财务分析的目的不一样,财务分析的内容范围就不一样,财务分析所搜集的资料信息也不相同,所选用的方法自然会有差别,因此,对财务分析方法的选择要具体问题具体分析。

5. 得出分析结论

分析主体利用所选定的方法对相关信息应进行细致的分析,对企业经营成果和财务状况作出评价,为相应的经济决策提供重要参考和依据。

2.2 案例资料

2.2.1 旷达科技股份有限公司概况

旷达科技股份有限公司位于江苏省常州市,是江苏省优秀民营企业代表之一,也是国家火炬计划重点高新技术企业。主要从事汽车内饰面料、座套研发、生产和销售以及新能源开发与应用。



【拓展视频】

旷达公司创办于1993年,注册资本15亿元,是国家火炬计划重点高新技术企业、国家守合同重信用企业、江苏省高新技术企业、江苏省优秀民营企业、江苏省民营科技企业、江苏省信息化与工业化融合试点企业。目前有全资和控股子、孙公司33家,员工2600多名。

公司建有省级工程技术中心、省级工业设计中心、国家级实验室和江苏省博士后科研工作站,承担多项国家级、省级科技研发、攻关项目,拥有一大批专利成果,曾参与起草、制订多项国家、行业标准,获得ISO/TSI6949质量体系认证和ISO 14001环境管理体系认证。

旷达科技股份有限公司是国内最早进入汽车内饰面料行业的专业生产企业之一,国内行业龙头企业,拥有从有色差别化纤维生产到座套成品的完整产业链生产体系和先进的生产技术装备,具备强劲的汽车内饰面料自主研发能力和完善的质量控制系统,主导产品

汽车内饰面料主要应用于汽车的座椅、车顶、门板、扶手、行李架等内部装饰,部分已被高铁、动车所采用。在汽车领域,主要配套客户有一汽大众、上海大众、上海通用、上汽集团、广州本田等主机厂,市场综合占有率居国内同行前列,同时获得大众、通用全球供应商资格,部分产品远销欧洲、美洲。

2010年12月7日旷达在深圳中小企业板成功上市。2013年6月,公司成立了江苏旷达电力投资有限公司,正式进军新能源开发领域。2013年8月6日,旷达电力收购青海力诺太阳能电力工程有限公司。目前,公司已在青海、云南、江苏、新疆、内蒙古、陕西、甘肃、山东、河北等地建立子公司和太阳能电站项目,总装机容量280兆瓦。在新能源开发领域,公司将积极倡导“绿色新能源,阳光新生活”的理念,重点着眼于大型地面光伏电站和分布式光伏电站、建筑光伏一体化相结合,资源利用和技术开发相结合,促进和示范推进太阳能发电的规划项目,致力于为社会生活提供绿色、优质、高效的解决方案。

旷达科技集团股份有限公司正向多元化高新技术企业集团大步迈进。

2.2.2 资产负债表

旷达科技股份有限公司2013—2015年度资产负债表见表2-2。

表2-2 旷达公司2013—2015年资产负债表

(单位:万元)

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
货币资金	75 382	49 274	80 414
应收票据	16 996	11 526	11 885
应收账款	43 748	45 034	67 344
预付款项	3 343	2 805	1 391
其他应收款	1 661	2 131	3 616
存货	19 527	26 055	35 162
其他流动资产	8 984	13 608	32 480
流动资产合计	169 641	150 434	232 291
投资性房地产	430	562	509
固定资产原值	118 056	181 570	356 215
累计折旧	35 812	43 498	57 708
固定资产净值	82 244	138 073	298 507
固定资产减值准备	37	30	1
固定资产	82 207	138 042	298 506
在建工程	5 993	6 570	47 364
工程物资	—	12 666	1 569
生产性生物资产	—	—	1 065
无形资产	14 076	15 085	25 101
商誉	4 701	7 635	20 282
长期待摊费用	74	1 559	5 642
递延所得税资产	2 036	2 544	6 674

续表

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
其他非流动资产	5 768	9 911	15 563
非流动资产合计	115 286	194 574	422 274
资产总计	284 927	345 008	654 564
短期借款	15 000	28 200	72 000
应付票据	5 630	40 068	60 041
应付账款	25 787	37 763	65 769
预收账款	219	9 001	10 642
应付职工薪酬	2 882	4 332	3 974
应交税费	2 608	2 550	4 629
其他应付款	52 006	4 973	21 933
一年内到期的非流动负债	1 018	4 300	60 219
其他流动负债	—	—	—
流动负债合计	105 150	131 187	299 206
长期借款	—	23 000	89 220
长期应付款	509	—	41 818
长期递延收益	—	190	5 563
其他非流动负债	208	—	—
非流动负债合计	717	23 190	136 601
负债合计	105 867	154 376	435 807
实收资本（或股本）	25 000	25 000	66 218
资本公积	96 494	96 494	70 920
减：库存股	—	—	13 859
盈余公积	6 178	7 021	7 672
未分配利润	48 906	59 915	81 745
外币报表折算差额	—	—	—
归属于母公司股东权益合计	176 533	188 423	212 690
少数股东权益	2 527	2 209	6 067
所有者权益（或股东权益）合计	179 060	190 632	218 758
负债和所有者权益（或股东权益）总计	284 927	345 008	654 564

2.2.3 利润表

旷达科技股份有限公司 2013—2015 年度利润表见表 2-3。

表 2-3 旷达公司 2013—2015 年利润表

（单位：万元）

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
营业总收入	142 508	174 376	186 046
营业收入	142 508	174 376	186 046
营业总成本	123 978	152 547	157 451
营业成本	102 835	124 608	116 233
营业税金及附加	867	1 007	1 254
销售费用	4 345	5 153	4 796
管理费用	13 391	16 353	22 300

续表

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
财务费用	715	3 027	8 606
资产减值损失	1 825	2 399	4 262
公允价值变动收益	—	—	—
投资收益	52	-45	—
营业利润	18 582	21 785	28 594
营业外收入	677	928	872
营业外支出	650	893	461
非流动资产处置损失	—	390	105
利润总额	18 609	21 820	29 005
所得税费用	3 715	4 717	3 751
未确认投资损失	—	—	—
净利润	14 894	17 103	25 254
归属于母公司所有者的净利润	14 262	16 852	25 130
被合并方在合并前实现净利润	4 597	9 727	—
少数股东损益	632	251	124
基本每股收益	0.57	0.67	0.4
稀释每股收益	0.57	0.67	0.4

2.2.4 现金流量表

旷达科技股份有限公司 2013—2015 年度现金流量表见表 2-4。

表 2-4 旷达公司 2013—2015 年现金流量表

(单位:万元)

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	84 262	125 603	136 011
收到的税费返还	22	36	19
收到的其他与经营活动有关的现金	4 708	11 282	9 330
经营活动现金流入小计	88 992	136 921	145 360
购买商品、接受劳务支付的现金	37 402	71 205	63 036
支付给职工以及为职工支付的现金	13 623	16 758	21 374
支付的各项税费	11 999	14 909	16 891
支付的其他与经营活动有关的现金	14 752	20 516	28 353
经营活动现金流出小计	77 776	123 389	129 654
经营活动产生的现金流量净额	11 216	13 532	15 706
收回投资所收到的现金	5 000	—	—
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	134	18	4
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	—	124	—
收到的其他与投资活动有关的现金	329	190	26 900

续表

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
投资活动现金流入小计	5 463	333	26 904
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	13 244	19 427	142 045
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	12 800	—	3 758
支付的其他与投资活动有关的现金	—	3424	47 143
增加质押和定期存款所支付的现金	797	27 046	43 263
投资活动现金流出小计	—	—	—
投资活动产生的现金流量净额	26 841	49 896	236 211
吸收投资收到的现金	-21 378	-49 563	-209 306
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	1 225	—	14 189
取得借款收到的现金	1 225	—	180
收到其他与筹资活动有关的现金	15 000	62 000	277 908
筹资活动现金流入小计	215	133	8 992
偿还债务支付的现金	16 440	62 133	301 089
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	—	71 882	72 443
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	3 683	8 084	12 422
支付其他与筹资活动有关的现金	440	569	1 385
筹资活动现金流出小计	487	807	11 888
筹资活动产生的现金流量净额	14 170	80 772	96 753
汇率变动对现金及现金等价物的影响	12 270	-18 639	204 336
现金及现金等价物净增加额	1	1	1
加：期初现金及现金等价物余额	2 109	-54 669	10 736
期末现金及现金等价物余额	68 412	70 521	15 851
净利润	70 521	15 851	26 588
资产减值准备	14 894	17 103	25 254
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性物资折旧	1 825	2 399	4 262
无形资产摊销	6 902	9 061	15 065
长期待摊费用摊销	376	671	836
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	—	60	529
固定资产报废损失	163	-2	42
财务费用	-7	385	58
投资损失	1 277	3 834	9 441
递延所得税资产减少	-52	45	—
	-1 210	508	-2 049

续表

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
存货的减少	-3 030	-8 446	-10 638
经营性应收项目的减少	-3 656	3 527	-25 743
经营性应付项目的增加	-6 266	-14 595	-1 352
经营活动产生现金流量净额	11 216	13 532	15 706
融资租入固定资产	—	—	68 167
现金的期末余额	70 521	15 851	26 588
现金的期初余额	68 412	70 521	15 851
现金等价物的期末余额	—	—	—
现金等价物的期初余额	—	—	—
现金及现金等价物的净增加额	2 109	-54 669	10 736

2.2.5 财务指标摘要

旷达科技股份有限公司 2011—2015 年度主要财务指标摘要见表 2-5。

表 2-5 旷达科技股份有限公司 2011—2015 年度主要财务指标

(单位: 万元)

报 告 期	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
营业收入	102 235	117 832	142 508	174 376	186 046
营业成本	74 977	85 711	102 835	124 608	116 233
营业利润	14 102	16 349	18 582	21 785	28 594
利润总额	15 364	16 666	18 609	21 820	29 005
所得税费用	2 984	3 257	3 715	4 717	3 751
净利润	12 380	13 409	14 894	17 103	25 254
基本每股收益	0.49	0.52	0.57	0.67	0.4
货币资金	68 335	71 363	75 382	49 274	80 414
应收账款	27 174	31 423	43 748	45 034	67 344
存货	18 710	17 060	19 527	26 055	35 162
流动资产合计	128 925	134 526	169 641	150 434	232 291
固定资产净额	40 179	42 795	82 207	138 042	298 506
资产总计	183 972	194 180	284 927	345 008	654 564
流动负债合计	25 810	27 680	105 150	131 187	299 206
非流动负债合计	0	118	717	23 190	136 601
负债合计	25 810	27 798	105 867	154 376	435 807
所有者权益(或股东权益)合计	158 162	166 382	179 060	190 632	218 758
期初现金及现金等价物余额	76 483	63 830	68 412	70 521	15 851
经营活动产生的现金流量净额	4 030	19 750	11 216	13 532	15 706

续表

报 告 期	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
投资活动产生的现金流量净额	-16 069	-10 409	-21 378	-49 563	-209 306
筹资活动产生的现金流量净额	-607	-4 758	12 270	-18 639	204 336
现金及现金等价物净增加额	-12 653	4 582	2 109	-54 669	10 736
期末现金及现金等价物余额	63 830	68 412	70 521	15 851	26 588

2.3 案例分析

本案例以旷达科技股份有限公司（以下简称旷达公司）2013 年度财务报表为起点，对其 2013—2015 年度的经营业绩和财务状况进行分析。

在对旷达公司进行财务分析时，遵循上述财务分析的主要内容，依照偿债能力、营运能力、盈利能力、发展能力和比较财务报表分析五个方面，运用比率分析、趋势分析、综合分析方法，并佐以图例进行分析。仍然需要强调的是这几种方法很多时候不是独立进行的，由于这几类方法都有一定程度的重合，几乎每一类分析方法都会与其他分析方法相结合来运用。

2.3.1 短期偿债能力分析

1. 比率分析

将表 2-6 中反映旷达公司短期偿债能力的比率及其趋势以图形的方式表现出来，如图 2.2 所示。

表 2-6 旷达科技公司短期偿债能力分析表

年 度	2013 年	2014 年	2015 年
流动比率	1.61	1.15	0.78
速动比率	1.43	0.95	0.66
现金比率	0.72	0.38	0.27

注：假设旷达科技有限公司银行存款可随时支取，无指定用途专项资金。

从表 2-6 和图 2.2 可以看出，旷达公司短期偿债能力处于缓慢下降的趋势。具体来看，首先流动比率值在 2013 年至 2015 年均标准值 2 以下，从 2013 年的 1.61 到 2014 年的 1.15，到 2015 年降到了 0.78。我们知道流动比率的衡量理论上是以 2 为参考标准，但对具体企业还要视其行业状况和经营状况具体分析。从速动比率来看，2013 年到 2015 年其流动比率值一直在降低，2013 年高于标准参考值 1，2014 年为 0.95，2015 年下降较快，为 0.66，其变化趋势与流动比率大致呈相同形态。从现金比率来看，这三年间旷达公司现金比率值均大于 0，反映出公司在不依靠存货销售及应收款的情况下，能有一定的支付当

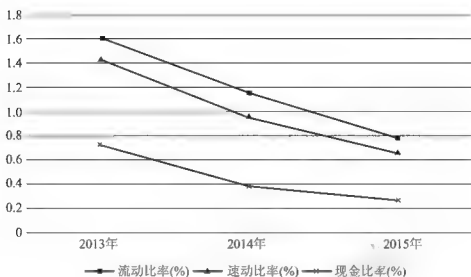


图 2.2 旷达科技股份有限公司短期偿债能力分析图

前债务的能力。从中可以看出,这三年旷达公司的短期偿债能力在减弱,但分析其经营活动可发现,这是由于公司扩张业务,在2015年流动负债迅速增加导致的。

2. 趋势分析

将表2-7的数据以图的形式表现出来,如图2.3。

表 2-7 旷达科技股份有限公司短期偿债能力的绝对数趋势

(单位:万元)

年 度	2013 年	2014 年	2015 年
货币资金	75 382	49 274	80 414
应收票据	16 996	11 526	11 885
应收账款	43 748	45 034	67 344
存货	19 527	26 055	35 162
流动资产合计	169 641	150 434	232 291
短期借款	15 000	28 200	72 000
应付票据	5 630	40 068	60 041
应付账款	25 787	37 763	65 769
流动负债合计	105 150	131 187	299 206
经营活动现金净流量	11 216	13 532	15 706

从表2-7和图2.3可以看出,旷达公司近三年来经营活动现金净流量呈小幅上涨趋势,公司的业务转型并未在这些年得到突出体现。货币资金和流动资产合计的绝对数额从2013年到2014年有小幅下降,但在2015年得到一定提升。另一方面,公司的流动负债一直呈上升趋势,2013年为105 150万元,2014年为131 187万元,而到了2015年迅速增长为299 206万元,这也是造成流动比率、速动比率、现金比率呈下降趋势的因素。

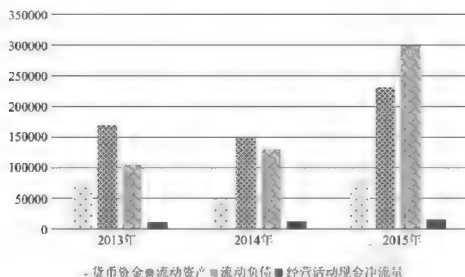


图 2.3 旷达科技股份有限公司短期偿债能力绝对数趋势图

2.3.2 长期偿债能力分析

将表 2-8 的数据以图式的形式表现出来，如图 2.4。

表 2-8 旷达科技股份有限公司长期偿债能力分析表

年 度	2013 年	2014 年	2015 年
资产负债率 (%)	37.16	44.75	66.58
股东权益比率 (%)	62.84	55.25	33.42
产权比率 (%)	59.12	80.98	199.22
利息保障倍数	27.03	8.21	4.37

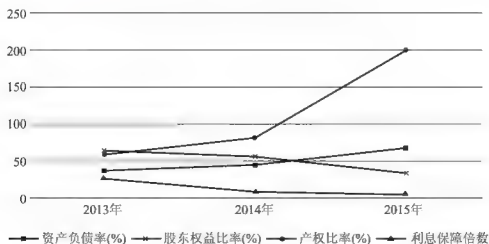


图 2.4 旷达科技股份有限公司长期偿债能力分析图

由表 2-8 和图 2.4 可以看出,资产负债率在这三年不断上升,从 2013 年的 37% 左右上升到 2015 年的 66% 左右。资产负债率越高,说明公司偿还债务的能力越差,财务风险越大。股东权益比率呈小幅递减趋势,我们都知道,股东权益比率与负债比率之和等于 1,资产负债率不断上升,股东权益比率自然成递减状态。股东权益比率越小,负债比率就越大,企业的财务风险也越大。与此同时,值得注意的是产权比率从 2013 年到 2015 年有大幅度的上升,2015 年为 59% 左右,2014 年为 80% 左右,而到了 2015 年产权比率已经达到 200% 左右。产权比率越大,说明企业的长期财务状况就越差,债权人贷款的安全性保障程度越低。这三个指标的变化说明旷达科技股份有限公司长期财务状况在恶化。利息保障倍数的值从 2013 年的 27.03 逐渐下降到 2015 年的 4.37。一般来说,企业的利息保障倍数至少要大于 1,否则就难以偿付债务和利息。尽管从 2013 年到 2015 年旷达公司的利息保障倍数一直大于 1,但其下降趋势也表明公司用经营所得来按时按量支付债务利息将变得越来越困难。

2.3.3 营运能力分析

将表 2-9 的数据以图式的形式表现出来,如图 2.5。

表 2-9 旷达科技股份有限公司营运能力分析表

年 度	2013 年	2014 年	2015 年
应收账款周转率	3.79	3.93	3.31
存货周转率	5.82	5.47	3.80
流动资产周转率	0.94	1.09	0.97
固定资产周转率	2.28	1.58	0.85
总资产周转率	0.59	0.55	0.37

注:1. 在制造企业利润表中,营业收入就是销售收入。

2. 在这里,假设旷达科技公司的营业收入全部都是赊销收入净额。

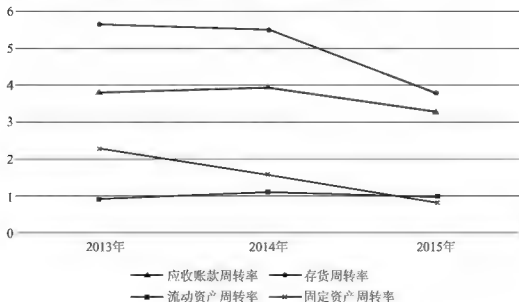


图 2.5 旷达科技股份有限公司营运能力分析图



从表 2-9 和图 2.5 可以看出,整体上旷达公司的营运能力变化幅度并不是很大。具体来看,应收账款周转率从 2013 年为 3.79,说明旷达公司应收账款一年周转 3.79 次,周转一次大约需要 94 天,2011 年为 3.93,2015 年为 3.31。存货周转率逐年下降,公司 2013 年存货周转率为 5.62,周转一次需要 64 天,到了 2015 年则下降到 3.80,周转一次需要 95 天,说明 2015 年至 2016 年公司存货变现速度减慢,存货运用效率减弱。但在分析应收账款周转率和存货周转率水平的高低需要与行业平均水平或行业内主要竞争对手比较,分析结果更能体现公司应收账款的管理效率和存货的变现能力。公司流动资产周转率整体变化较为平缓,2013 年为 0.94,2014 年为 1.09,2015 年为 0.97,表明近三年旷达公司流动资产周转一次分别为 382 天、330 天和 377 天。固定资产周转率逐年下降,说明企业固定资产利用效率下降。但是固定资产周转率没有绝对的判断标准,且由于固定资产差异性的普遍存在,该比率与同行业比较分析的意义也不大。

2.3.4 盈利能力分析

盈利能力作为公司的一项重要财务指标,无论是股东、债权人还是管理者都对公司的盈利能力十分重视,因为股东的报酬高低、债权的安全度和企业的健康发展都与企业的盈利能力密切相关。

1. 绝对数额分析

将表 2-5 中旷达公司 2011 年至 2015 年连续 5 年的收入、费用、利润等相关项目的绝对额进行对比,以查看这些项目的变化趋势,从而洞悉公司盈利能力的变动方向。节选表 2-5 中营业收入、营业成本、净利润相关项目金额如图 2.6 所示。

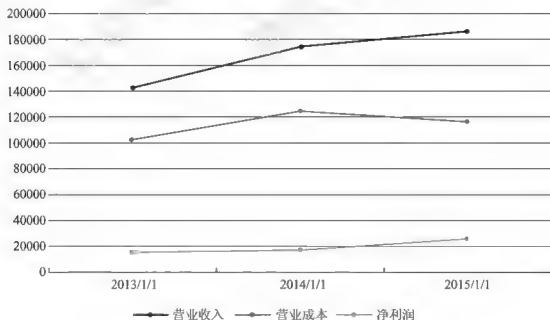


图 2.6 旷达科技股份有限公司盈利能力绝对数额分析

由表 2-5 和图 2.6 可以看出,2011 年至 2015 年,旷达公司的营业活动稳步发展,各项收入、成本和利润都稳步上升。这说明企业的整体盈利能力处于稳步上升的发展态势。除此之外,我们还可以通过计算旷达公司的盈利能力指标来分析其盈利能力。计算结果如

表 2-10 所示。2012 年至 2015 年旷达公司优先股股利、发行在外的普通股股数和每股市价如下表所示。

表 2-10 旷达科技公司盈利能力分析表

年 度	2013 年	2014 年	2015 年
资产利润率%	7.77	6.93	5.80
资产净利率%	5.95	5.35	5.03
股东权益报酬率%	8.35	9.24	12.53
营业毛利率%	14.94	14.31	18.16
营业净利率%	10.01	9.66	13.51

将表 2-11 的数据以图式的形式表现出来,如图 2.7。

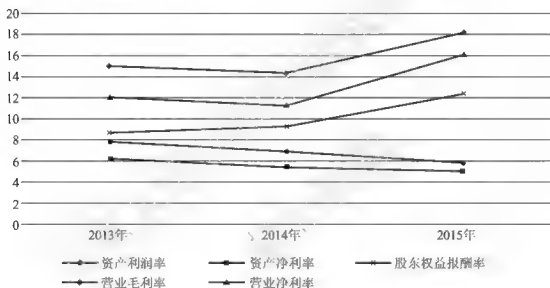


图 2.7 旷达科技股份有限公司盈利能力分析

从表 2-10 和图 2.7 可以看出,尽管旷达公司的资产利润率出现逐年下降的趋势,但其他指标整体上行,旷达公司盈利能力整体呈稳步上涨趋势。究其原因,还需要从公司内部成本费用管理水平、资产管理水平等角度进行探讨。作为上市公司,每股收益、每股净资产、市盈率和市净率更能反映旷达公司近几年的盈利能力。指标数据见表 2-11。

表 2-11 旷达科技股份有限公司盈利能力指标表

年 度	2013 年	2014 年	2015 年
每股收益	0.57	0.67	0.40
每股净资产	—	—	—
市盈率	20.42	27.16	36.00
市净率	—	—	—

2.3.5 成长能力分析

将表 2-12 的数据以图式的形式表现出来,如图 2.8。

表 2-12 旷达科技股份有限公司成长能力分析表

年 度	2013 年	2014 年	2015 年
销售增长率 (%)	20.94	22.36	6.69
利润增长率 (%)	11.07	14.83	47.66
资产增长率 (%)	46.73	21.09	89.72
股东权益增长率 (%)	7.62	6.46	14.75

注:这里的利润增长率使用的是净利润,也可用营业利润等。

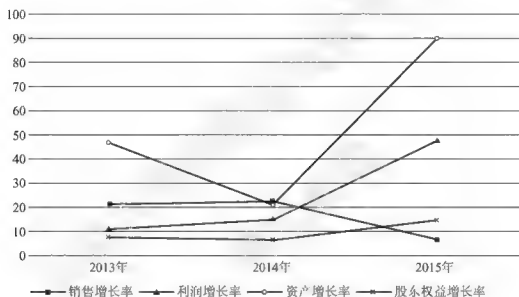


图 2.8 旷达科技股份有限公司成长能力分析表

由表 2-12 和图 2.8 可以看出企业的销售增长率在 2013 年到 2014 年有缓慢增长,但在 2014 年到 2015 年则是由 22.36% 下降到 6.69%, 幅度较大。利润增长率从 2013 年的 11.07% 到 2014 年的 14.83% 保持平稳增长趋势, 到 2015 年其比值为 47.66%, 有较大幅度的增长。资产增长率 2013 年为 46.73%, 2014 年为 21.09%, 2015 年为 89.72%。股东权益增长率与资产增长率一样呈 V 字形, 由 2013 年的 7.62% 下降到 2014 年的 6.46%, 到 2015 年又上升到 14.75%。

2.3.6 财务状况综合分析

综合分析就是对企业各个方面进行系统、全面的分析, 从而对企业的财务状况和经营成果做出整体的评价和判断。如前所述, 常用的财务综合分析法主要有沃尔比重评分法、杜邦分析法、经济增加值法以及平衡计分卡四种。杜邦分析法主要反映了以下几种财务比率的关系: 股东权益报酬率 = 营业净利率 \times 总资产周转率 \times 平均权益乘数。杜邦分析法利用相关的财务比率的内在联系构建一个综合的指标体系, 以考察企业整体财务状况和经营成果。

旷达公司 2015 年的杜邦分析体系如下图 2.9 所示。

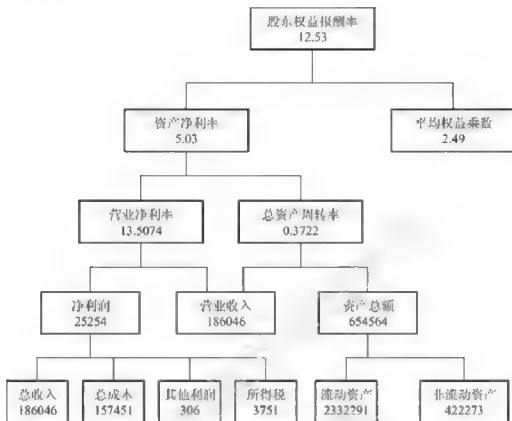


图 2.9 旷达科技股份有限公司 2015 年杜邦体系

练 习 题



1. 企业资产负债率的高低对债权人和股东会产生什么影响？
2. 你认为在评价股份有限公司的盈利能力时，哪个财务指标应该作为核心指标？为什么？
3. 为什么股东权益报酬率是杜邦分析的核心？
4. 某公司 2014 年至 2017 年主要财务报表数据如下：

单位：万元

年 度	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31
营业收入	21 882	25 138	24 300	26 366
营业成本	16 132	18 417	18 363	19 602
营业利润	3 485	3 934	2 865	3 500
利润总额	3 552	4 043	3 053	3 703
所得税费用	512	598	469	454
净利润	3 040	3 445	2 585	3 249
基本每股收益	0.54	0.57	0.43	0.54
货币资金	5 951	5 653	4 155	3 827
应收账款	5 289	7 362	8 016	9 422



续表

年 度	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31
存货	4 052	4 169	4 635	4 024
流动资产合计	15 910	19 454	18 600	19 742
固定资产净额	7 790	8 304	10 731	11 602
资产总计	25 298	30 023	34 508	37 274
流动负债合计	10 350	11 628	13 529	12 945
非流动负债合计	0	0	0	100
负债合计	10 350	11 628	13 529	13 045
所有者权益（或股东权益）合计	14 948	18 395	20 980	24 228
期初现金及现金等价物余额	2 807	5 888	4 423	3 653
经营活动产生的现金流量净额	592	2 496	3 934	5 103
投资活动产生的现金流量净额	-2 477	-2 333	-4 999	-2 833
筹资活动产生的现金流量净额	4 967	-1 561	302	-2 453
现金及现金等价物净增加额	3 081	1 965	-770	-126
期末现金及现金等价物余额	5 888	4 423	3 653	3 527

请计算：

报告日期	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31
流动比率			
速动比率			
现金比率			
资产负债率（%）			
股东权益比率（%）			
产权比率（%）			
存货周转率			
流动资产周转率			
固定资产周转率			
总资产周转率			
资产利润率%			
资产净利率%			
股东权益报酬率%			
营业毛利率%			
营业净利率%			
销售增长率（%）			
利润增长率（%）			
资产增长率（%）			
股东权益增长率（%）			

第3章

无锡尚德的财务战略

教学目的

通过对本案例的学习,学生应理解财务战略的分类和特征,判断企业采取的财务战略类型,掌握SWOT分析法的原理及其应用;理解财务战略选择依据和方式;理解财务战略对企业的影响。

3.1 背景知识

3.1.1 财务战略的定义

财务战略,顾名思义是指涉及财务性质的战略,隶属于财务管理的范畴。主旨考虑资金的使用和管理的战略问题,这是与其他战略相区别的地方。财务战略需着重以长期、全局的视角去审视财务领域的发展方向等问题,这也是区别传统财务管理的地方。

财务战略是在充分了解企业内外部环境,遵循客观财务理论的基础上,制定的对公司未来财务管理的目标、方向及实施手段有指导性的规划,以实现企业财务资源的优化配置为衡量标准,所采取的战略思维方式、决策方式和管理方针。其目的是支撑企业总体战略,保障可持续发展,使得公司价值最大化。

3.1.2 财务战略的内容

财务战略的具体内容,按照职能类型可以划分为不同类别的财务子战略,这样不仅能加强对财务战略内涵的理解,同时也可以提供一个基本的范式。

公司的财务战略按照财务管理的内容,可以细分为筹资管理、投资管理、营运资本管理和股利分配这四个方面,相对应的便是筹资战略、投资战略、营运战略和股利分配战略。

事实上,这是四个子战略共同构成了财务战略的全部,与财务战略密不可分。如果缺少任何一个方面,财务战略便显得不统一,不完整。另一方面,这四个子战略可以独立的发挥其作用。企业战略核心就是确定正确的目的,即企业的发展方向,企业发展战略是企业经营管理成败的关键。



1. 筹资战略

企业经营生产与后续发展规模的壮大都需要庞大的资金支持。一般说来,企业的筹资目标,最基本的就是满足资金的需求,其次是如何降低筹资成本,降低筹资风险,然后考虑如何提高自身筹资竞争力。每个企业的财务状况,所处环境均有异同。企业会依据自身的实际情况,来确定筹资策略的目标。例如某一企业比较在意筹资成本,则说明其重视经济性,企业在筹资过程应充分考虑上述因素。筹资的方式有很多种,一般可划分为内部筹资、股权筹资、债权筹资、资产销售筹资等。

2. 投资战略

当企业获得了资金,便要开始进行投资。而投资战略可划分为两个层次,在企业层次,主要决定企业未来的方向,涉足的行业及采取何种策略。其次是财务层次,主要是针对具体的项目如何发展,即以最有利于提高企业整体绩效为资源的需要,合理配置资源。

3. 股利分配战略

股利分配战略可以算作筹资战略的一部分,但由于其具有一定的特殊性,因此独立分类。股利分配战略最主要解决的问题是分配不分配股利,分配多少股利,以何种方式分配股利。在实务过程中,股利分配可划分为四类:固定股利政策、固定股利支付率政策、零股利政策和剩余股利政策。

4. 营运战略

营运战略是涉及企业营运资本的战略性质筹划。企业重大的营运资本策略、与重要的供应商和客户建立长期商业信用关系等战略性筹划,属于营运战略问题。如果投资战略和筹资战略是长期战略,则营运战略属于短期战略。

本案例主要聚焦于以现金配置为主体的投资战略,以外部融资为主体的筹资战略和以运营分析为主体的营运战略。

如从资金筹措与使用特征的角度进行划分,还可以将财务战略划分为以下三种类型。

(1) 快速扩张型财务战略。是指以实现企业资产规模的快速扩张为目的的一种财务战略。为了实施这种财务战略,企业往往需要在将绝大部分乃至全部利润留存的同时,大量地进行外部筹资,更多地利用负债,大量筹措外部资金,是为了弥补内部积累相对于企业扩张需要的不足;更多地利用负债而不是股权筹资,是因为负债筹资既能为企业带来财务杠杆效应,又能防止净资产收益率和每股收益的稀释。企业资产规模的快速扩张,也往往会使企业的资产收益率在一个较长时期内表现为相对的低水平,因为收益的增长相对于资产的增长总是具有一定的滞后性。因此,快速扩张型财务战略一般会表现出“高负债、低收益、少分配”的特征。

(2) 稳健发展型财务战略。是指以实现企业财务绩效的稳定增长和资产规模的平稳扩张为目的的一种财务战略。实施稳健发展型财务战略的企业,一般将尽可能优化现有资源的配置和提高现有资源的使用效率及效益作为首要任务,将利润积累作为实现企业资产规模扩张的基本资金来源。为了防止过重的利息负担,这类企业对利用负债实现企业资产规模的扩张往往持十分谨慎的态度。所以,实施稳健发展型财务战略的企业的一般财务特征是“低负债、高收益、中分配”。

(3) 防御收缩型财务战略。指以预防出现财务危机和求得生存及新的发展为目的的一种财务战略。实施防御收缩型财务战略的企业,一般将尽可能减少现金流出和尽可能增加现金流入作为首要任务,通过采取削减分部和精简机构等措施,盘活存量资产,节约成本支出,集中一切可以集中的人力、物力和财务,用于企业的主导业务,以增强企业主导业务的市场竞争力。由于这类企业多在以往的发展过程中曾经遭遇挫折,也很可能曾经实施过快速扩张的财务战略,因而历史上所形成的负债包袱和当前经营上所面临的困难,就成为迫使其采取防御收缩型财务战略的两个重要原因。“低负债、低收益、少分配”是实施这种财务战略的企业的基本财务特征。

3.1.3 财务管理的特征

财务战略是战略理论在财务管理方面的应用与延伸,它既具有一般战略的某些共性,又具有自己的特性。科学地界定财务战略的本质,既要反映其“战略”共性,又要揭示其“财务”个性。

1. 财务战略的“战略”共性

(1) 全局性。财务战略是基于公司总体战略,并支持或者配合其他战略的一个子战略。财务战略与公司其他战略相互依存并服从于、支撑着公司总体战略。因此财务战略具有全局性即其以整个企业的筹资、投资和收益分配的全局性工作为对象,根据企业长远发展需要而制定的。它是从财务的角度对企业总体发展战略所作地描述,是企业未来财务活动的行动纲领和蓝图,对企业的各项具体财务工作、计划等起着普遍的和权威的指导作用。

(2) 导向性。财务战略规定了企业未来较长时期内财务活动的发展方向、目标以及实现目标的基本途径和策略,它是企业一切财务战术决策的指南,企业的一切财务活动都应该紧紧围绕其实施和开展。

(3) 风险性。由于企业的理财环境总是在不断变化,因此,任何企业的财务战略都伴随着风险。财务战略风险的大小,主要取决于财务决策者的知识、经验和判断能力。科学合理的财务战略一旦实现,会给整个企业带来勃勃生机和活力,使企业得到迅速发展;反之,则会给企业造成重大损失,使企业陷入财务困境甚至破产。

(4) 动态性。战略是环境分析的结果,环境的变化必然引起战略的变化。一般来说,当理财环境变化不大时,一切财务活动都必须按原定财务战略行事,充分体现财务战略对财务活动的指导性;当理财环境发生较大变化时,财务战略就应作适当地调整,以适应环境的变化。

(5) 长期性。制定财务战略不是为了解决企业的眼前问题,而是为了谋求企业未来的长远发展。因此,财务战略一经制定就会对企业未来相当长时期内的财务活动产生重大影响。

2. 财务战略的财务“个性”

财务上的独特的思维理念与分析工具,使财务战略在不少方面都表现出异化于公司其他战略的个性特征。

(1) 凸显“数据说话”。财务战略的研制、表述与实施结果都必须建立在各类数据分



析基础之上。无论是“摆事实”还是“讲道理”都必须有大量的数据支持。

(2) 与经营战略的互补性。企业总风险主要由经营风险和财务风险构成，如果锁定企业总风险，那么以“固定成本”主导的经营风险与以“债务利息”为主导的财务风险之间就必须形成此消彼长的互补关系，即激进的经营战略应配合以稳健的财务战略，反之亦然。

(3) 坚守“稳健”方针。制定公司战略要求相对保守地预测收入，充分地估计各项支出。在制定战略，探求企业商业模式、盈利模式和产品结构的过程中，财务上必须预估企业风险的长期性。为确保投资项目有可靠的资金来源，公司应当尽力拓宽权益性财务资源，尤其应从防范风险的角度，根据外部环境的变化不断调整和优化资金来源结构，尤其是财务结构，努力使负债水平保持在一个合理水平上，控制在自身的承受能力范围之内，确定恰当的长短期负债比例，达到优化资本结构和负债结构的目的，严格控制或杜绝将短期债务用于发展长期项目即“短借长投”，因为“短借长投”的资金运筹方式存在潜在财务风险。在这种情况下，前期短期借款用于长期产能投资，后期持续不断的产能投资与短期借款到期偿还，迫使公司为投资项目借入短期借款的同时还要借新债偿旧债，短期借款规模如同“滚雪球”般不断加大。一旦外部市场环境等因素导致盈利能力下降，进而导致经营活动现金流创造不足，产能投资就无法迅速收回现金。产能运营与到期债务偿还使得资金周转困难。

3.1.4 财务战略制定的影响因素

企业自身财务战略规划时需要考虑不同方面的影响因素，企业在制定财务战略的过程中不仅仅需要考虑自身的财务状况，同样需要考虑外界经济环境的发展趋势等。一般来说，企业规划财务战略需要考虑的问题主要有以下几点。

(1) 经济和金融环境。经济环境是影响企业生产经营活动最直接的外部因素，也是企业赖以生存和发展的基础。金融环境是企业进行财务活动所面临的金融政策和金融市场，是企业财务活动的重要外部条件。企业财务管理人员要跟踪时局的变化，关注经济和金融形势，判断其变化对企业经济活动可能造成的影响。

(2) 政府。政府鼓励企业扩展业务，但也会通过法规和税收来限制企业。这反映了不同的政府目标，既要鼓励企业发展以促进经济的繁荣，同时也要对市场的负面效应进行调控。政府并不直接参与企业的经营，但对企业组织事物有很强的间接影响。政府决定对企业和股东的税收，它所采用的经济政策将会影响商业活动。企业财务管理人员要密切关注和深刻领会国家的经济政策，特别是产业政策、投资政策等对企业经济活动可能造成的影响。

(3) 企业内部财务条件。比如企业的盈利水平，资本结构，流动性状况等都将对财务战略产生重要影响。

(4) 生产经营规模影响。企业生产经营规模的大小也会影响到企业财务战略规划的制定，一般而言，企业经营规模越大，财务战略制定越复杂，实施也越困难。若企业经营规模小，则企业的财务战略规划制定和实施也相对简单很多。

3.1.5 SWOT 分析法

财务人员一般可用 SWOT 分析法，找出影响企业财务战略制定的影响因素，进而评

价企业外部的财务机会与威胁,企业内部的财务优势与劣势,从而为财务战略的选择提供参考方案。SWOT分析法即强弱机危综合分析法,是由 Albert Humphrey 所提出来的。一种企业竞争态势分析方法,通过评价企业的优势、劣势、竞争市场上的机会和威胁,在制定企业的财务战略前对企业进行深入全面的分析以及竞争优势的定位。SWOT 分析法因其能够将内外因素有效结合,比较准确地分析和研究一个产业或企业内部的现实情况,具有较强的系统性和针对性,因此受到广泛运用,是财务战略管理和竞争策略制定的主要分析工具之一。

3.2 案例资料

随着世界能源危机和环境污染的日益加剧,绿色能源已经成为各国能源产业发展的重要战略方向,太阳能光伏发电作为一种可持续发展的清洁能源替代品,具有安全、环保、可利用率高等优点得到了世界各国的广泛关注和迅猛发展。光伏产业已经成为继 IT、微电子产业之后,国际上又一爆炸式发展的产业。

3.2.1 中国太阳能光伏产业的发展

光伏行业是我国近些年兴起的新能源行业,以开发利用太阳能为主,包括光热转换、光电转换和伏产品应用等五光化学转换等方式。由于具有无污染、适用范围广、永不枯竭等特点,加之传统能源日益短缺,具有很好的发展前景。我国对太阳能的开发利用集中在光伏发电上,光伏发电采用硅材料,光伏行业是以硅材料的生产应用为核心的行业。目前的光伏行业已经形成了完整的产业链,包括高纯度晶体硅原料生产、硅棒硅片硅锭的切割铸造、光伏电池制造和组件封装、光伏发电系统等五个环节,如图 3.1 所示。这五个环节在技术要求、资金投入、利润回报等方面相差较大。一般来讲,上游的晶体硅制备环节以及下游的应用系统环节技术门槛最高、资金投入最大、利润回报也最大;而中游的电池、组件制造封装环节的技术门槛最低、利润回报也最低。目前我国的光伏产业已经覆盖了整个产业链,多数企业集中在中游,上游和下游企业比较少。

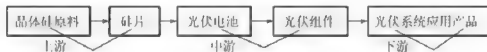


图 3.1 光伏行业产业链

我国光伏行业虽起步较晚,但经过多年的发展现在进入快速成长期,光伏产业在欧洲市场的带动下从 2004 年开始迅猛发展。2005 年以来光伏装机量一路攀升,至 2012 年年底全球光伏产能约为 60.3GW,我国光伏产能达到 40GW,接近全球总量的 2/3,位居世界第一。从规模上看全国 600 多座城市中接近一半发展光伏产业,100 多个城市建立了光伏产业基地。从整体上看,已经有 28 个省市把光伏产业作为新的主导产业重点发展,而江苏则成为光伏企业的大省,拥有无锡尚德、常州天合、南京中电等几家大型海外上市光伏企业。

光伏行业发展如此迅速,离不开政府的扶持。尚德电力在纽交所上市以后,带来的明星效应让中国的光伏企业如雨后春笋一般涌现出来。一方面企业看到了光伏行业存在的暴



利，有投资的动机；另一方面，政府看到了企业给当地带来的 GDP 增长，就业机会的增加，税收的扩大。同时，欧洲国家如德国、西班牙和意大利对光伏产品的高额政府补贴刺激了欧洲市场需求，这样的条件下产品有市场，投资有政府支持，行业利润率高的刺激下，大批光伏企业应运而生。统计表明我国有 10 多家大型多晶硅生产企业，60 多家硅片企业，60 多家电池企业，300 多家组件企业。可以看出我国产业链发展不平衡，多数企业从事中游的电池生产和组件封装。由于技术门槛高、前期投资大，从事上游原料生产和下游的光伏应用系统的企业非常少。在光伏产业爆炸式发展的同时，作为基础原料的硅材料需求也不断上涨，多晶硅的价格从最初的几十美元一度涨到最高 500 美元/公斤。在高回报的驱使下，中国企业对晶硅原料生产投资猛增，除了直接投资进军多晶硅生产的企业，尚德电力等公司则采取签订长单的办法，或参股上游公司，意图保证多晶硅的供应。

从中国光伏产品进出口规模的角度看，2008 年至 2011 年中国太阳能光伏产品出口额呈快速上升趋势，其中 2009 年和 2010 年增长速度均超 100%，并于 2011 年达到历史顶峰。2012 年在全球光伏产品需求萎缩、贸易摩擦频发、产品价格持续下滑等多重不利因素影响下，我国光伏产品进出口规模同比明显下滑，其中出口规模同比下滑尤为突出。根据中国机电商会太阳能光伏产品分会统计显示，2012 年，我国太阳能光伏产品进出口总额 289.5 亿美元，同比下降 32%。其中，太阳能光伏产品实现出口额 233 亿美元，同比下降 35%；进口额 56.5 亿美元，同比下降 16.1%。

2006—2011 年，中国出口的光伏产品数量都超过总产量的 85%，表明了我国的光伏产业过度依赖国际市场。虽然产品具有价格和质量的相对优势，但其中隐藏了潜在风险。与此同时，在 2011 年欧盟和美国先后对中国开展了“双反”调查之后，中国光伏产业也积极开拓国内市场，在政策的利好带动下，国内装机量显著上升，对外依存度有所下降。

2012 年以来，中国政府紧密出台一系列通知、发展规划和实施意见等，如 2012 年 3 月财政部颁布的《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》，同年 9 月工信部制定了《光伏制造行业规范条件》，2013 年 8 月国家能源局和国家开发银行颁布《关于支持分布式光伏发电金融服务的意见》，同年 9 月财政部发布《关于光伏发电增值税政策的通知》。目的就是想要开拓国内市场，规范行业标准，促进国内光伏产业的健康有序发展。这些政策主要是从财政资金扶持标准、行业发展规划、积极发展分布式光伏发电项目等方面出台的。

3.2.2 尚德太阳能电力有限公司概况

尚德电力曾是世界最大的光伏生产企业尚德电力控股有限公司（以下简称“尚德电力”股票代码：STP）于 2013 年 3 月陷入破产危机。最终，上市公司尚德电力无法按期完成可转换债券支付而进行债务重组；尚德电力的国内实体企业无锡尚德太阳能电力有限公司（以下简称“无锡尚德”）因到期无法偿还银行借款而进行重整。本案例将从财务战略的角度来分析无锡尚德集团陷入破产危机的原因。

尚德电力其实体生产企业为无锡尚德。无锡尚德创立于 2001 年 1 月，其创始人施正荣博士以 40 万美元现金和作价 160 万美元的技术入股，与江苏小天鹅集团、无锡国联信托投资公司、无锡高新技术投资公司等六家国有企业出资共同组建了“无锡尚德”，并于 2002 年 5 月正式投产运营。为确保在海外进行权益融资，给尚德赴美上市创造有利条件，

施正荣说服国有股东退出无锡尚德,并于2005年1月11日在英属维尔京群岛注册成立尚德BVI公司,100%控股无锡尚德。2005年8月8日,尚德电力在开曼群岛注册成立,作为海外资本市场的融资平台,并通过尚德BVI公司100%控股无锡尚德。无锡尚德成为尚德电力的全资子公司。由于无锡尚德集中了尚德电力大部分核心资产和主要产能,是尚德电力的经营实体,因此尚德电力亦指无锡尚德。尚德电力于2005年12月,在美国纽约证券交易所上市。发行价每股15美元,当日收盘价21.2美元,共募集约4亿美元资金,当日收盘市值高达30.67亿美元,远远超过新浪、盛大等在纳斯达克上市的公司。开创了国内地民营企业赴美IPO直接登陆纽交所的先河,也创下了内地民营企业在美国证券市场首次融资的最高纪录。尚德电力主营业务为晶硅太阳能电池、组件、薄膜太阳能电池、光伏发电系统和光伏建筑一体化产品的研发、制造与销售。根据公司年报显示,2006年尚德电力董事长施正荣被美国《福布斯》杂志评为中国内地首富。2008年无锡尚德以497.5MW的产能位居世界第三,仅次于德国太阳能电池龙头厂Q-GELLS(2008年产能为574.2MW)和第二大生产商的美国薄膜太阳能电池巨头First Solar(2008年产能为503MW),随着规模和产能的不断扩大,2010年尚德产能已达到1800MW,上升至全球第一,80%以上的产品和服务销往欧美。

2011年光伏行业整体陷入低潮,尚德电力巨亏10.18亿美元,成为行业内的亏损之王。实际上尚德的危机早在2008年全球金融危机后,就已经凸显端倪,之所以账面还能够保持盈利的重要原因是其控股的环球太阳能基金(简称“GSF”)盈利状况良好,给尚德源源不断地输入利润。扣除GSF给尚德带来的账面利润,尚德电力主营业务在2010年已经亏损。同时受到欧洲政府下调光伏补贴、多晶硅价格暴跌、国内产能过剩等因素影响,尚德业绩受到冲击,涉足上游业务签订的多晶硅长单违约以及投资薄膜电池生产线的失败也加重了尚德负担,而在随后爆出的大股东利用关联交易进行利益输送则反映出公司在管理层面存在的问题,2013年约合5.75亿美元的可转债到期导致尚德资金链断裂,不得不宣布破产重组。



【拓展视频】

尚德电力销售情况。根据尚德的历年财务报表,从主营构成看,2007—2011年无锡尚德90%以上为光伏组件。从产品销售区域来看,无锡尚德的光伏产品对国外的依赖性较高,2007—2011年企业光伏产品80%以上出口,但出口比例逐年小幅下降,从2007年的98%下降到2011年的88%,对外依赖程度有所减弱,但是主要市场仍在国外这一事实并未改变。其中国外的主要市场为欧美,2007年出口比例高达95.1%。

1. 投资战略

总的来说是高速扩张的投资战略,在持续进步的技术和逐步完善的法规政策的强力推动下,太阳能光伏发电产业和市场呈快速发展态势。世界太阳能电池的年生产量在1996—2005年间平均增长率为37%,产业政策引导世界太阳能发电快速发展,其中德国表现尤为明显。同时德国市场需求的膨胀刺激无锡尚德扩建产能扩大投资规模。

在资本市场获得大量融资后,尚德电力开始大规模的投资,但是多元化的扩张之路并未给公司带来预期的效果,回顾尚德电力七年来的投资行为,许多都是非效率投资,甚至包含现金流为负的投资,能产生真金白银的高效投资则寥寥无几。有媒体曾经报道过尚德

电力大手大脚花钱。连董事会主席施正荣都在上市后宣称“以后我只花钱”。对于尚德来说，融资十分容易，对投资项目报酬率的估计过分自信和盲目，公司面临的高风险偏高导致最后资不抵债，这都是紧密围绕着它的投资行为发生的。尚德电力 2004—2011 年投资规模见表 3-1。

表 3-1 尚德电力 2004—2011 年投资规模

(单位：百万美元)

年 份	固 定 资 产	无 形 资 产	长期股权投资	总投资规模
2011 年底	1 569.2	23.0	454.2	2 046.4
2010 年底	1 326.2	156.0	545.9	2 028.1
2009 年底	777.6	140.8	251.4	1 169.8
2008 年底	684.5	176.7	221.1	1 082.3
2007 年底	293	86.0	100	380.0
2006 年底	113.7	75.8	2.2	191.7
2005 年底	39.7	2.9	1.1	43.7
2004 年底	13.2	2.4	0.1	15.7

根据表 3-1 显示，尚德电力在 2005 年上市后，投资规模高速增长，直到 2011 年，投资规模基本接近饱和。这与整个光伏行业进入行业“寒冬”以及尚德自身陷入经营发展困境有很大关系。2005 年以前，未上市的时候，尚德电力投资规模增长较小，上市后通过股权融资、发行可转债、银行借款等方式融资约 27 亿美元，而上市后尚德电力总投资额约为 20 亿美元，约占历年融资额的 74%，营运资金仅占融资额的 26%。

按照 2004 年底和 2011 年底投资规模计算，8 年间尚德电力投资支出年均增长率已高达 100%，这一指标远远超过其他光伏上市公司年均增长率，也高于社会总投资增长率。从投资规模总量来看，根据 2011 年 12 月 31 日，1 美元对人民币 6.300 9 的汇率计算，尚德电力投资支出总量 20.46 亿美元约合 129 亿人民币，尚德在投资规模上远超过国内光伏行业平均投资水平，而国内光伏行业平均投资水平又高于其他行业，经过对比可以看出尚德电力具有明显的过度投资倾向。2011 年以来光伏行业整体表现出产能过剩，表面上看是欧洲政府削减光伏电价补贴，导致海外市场萎缩，而国内市场需求没有打开造成的，但从根本上看过度投资才是真正的原因。2001 年无锡尚德刚成立，光伏还是一个冷门行业，由于竞争小而又有市场，利润回报率很高，吸引了一大批不相关的公司进入光伏行业。由于国家没有设定相关的准入规定，这些公司进入光伏行业门槛较低，几台机器和数名工人就可以组成生产线，这些公司多数从事中游的电池和组件生产，对技术要求较低。尽管中游企业的利润率是光伏行业中最底的，但是仍然比其他行业投资回报率高。当所有的企业都集中在光伏行业中游的时候，光伏行业的投资回报率下降，产能逐渐表现出过剩。尚德电力作为领军企业，同样是处于光伏行业中游，同样存在因过度投资引起的产能过剩。

再从产能的角度分析尚德的投资战略。2002 年无锡尚德第一条年产 15 兆瓦的太阳能电池生产线正式投产时，其产量相当于此前中国太阳能电池 4 年产量的总和，之后无锡尚德抓住机遇开拓海外市场尤其是德国市场的同时扩建产能，并形成初步规模。为了满足德国市场膨胀的需求，又于 2005 年扩建产能 60 兆瓦，相当于 2002—2004 年建成产量的总和。

2005年上市以后管理层制定了长期扩张投资战略,相应对的上市后产能迅速增长,历年产能增长速度与投资规模增长速度基本相当,根据年报,截至2005年6月已完成了200兆瓦的光伏电池产能,并且正在建设1000兆瓦光伏电池产能。2006—2011年公司还计划增建生产线(见表3-2)。

表3-2 2006—2011年尚德电力产能扩张计划

(单位:兆瓦)

年 份	预计建成产能数		实际建成产能数	
	电池与组件产能	硅片产能	电池与组件产能	硅片产能
2006	240		270	
2007	420		540	
2008	1 000		1 000	
2009	—		1 100	
2010	1 400		1 800	500
2011	2 400	1 200	2 400	1 600

2008年以后尤其是2011年,受金融危机以及欧洲光伏大国下调光伏发电补贴政策的影响,欧洲光伏市场需求骤然下降,市场明显恶化,受全球范围内光伏产能扩张的影响,2011年年底全球光伏制造产能突破79 000兆瓦,光伏产量10 000兆瓦,而当年的装机量仅为27 700兆瓦,产能过剩问题凸显。这对尚德电力等主要依靠海外市场的中国光伏企业影响巨大,而从2008年至2011年,除2009年暂缓扩张外,尚德继续加大产能扩张规模,其总产能由2008年的1 000兆瓦增长到2011年的1 000兆瓦,在原有基础上扩张了三倍。

尚德还实施了与产能扩张配套的供应链战略,计划通过额外的长期供应合约与供应商形成战略联盟以确保原材料的供应。例如,2005年公司已与Deutsche Solar公司订立从2006年1月1日至2015年12月31日为期10年的供应协议。又于2010年12月31日完成收购上游原材料硅片供应商之一——荣德公司。尚德实施的供应链战略将支持产能高速扩张战略的实施。

投资规模和产能不断扩张的同时,投资效益却不尽如人意。固定资产投资和无形资产投资最终将形成产能,并通过销售光伏电池和组件来收回投资。假设可以用尚德电力产能来反映固定资产投资和无形资产投资规模之和,将主营业务毛利率作为投资效率,来分析尚德这两项投资情况。在尚德上市之前,其主营业务毛利率在逐渐上升,至2005年底达到最高点30%。上市后,尚德电力的主营业务毛利率却在下滑,间接反映出其边际利润下降。光伏行业初期投资大,具有规模效应,随着产能的逐渐增加,光伏电池和组件生产成本会下降,而且2005年尚德刚刚上市,还没有进入企业成长周期中的衰退期,为什么毛利率会下降呢?这是因为受到光伏行业大规模扩张的影响,主要原材料多晶硅需求猛增,价格一路上涨,规模效应并没有能够抵消原材料价格的上升。此时全行业的产能已经过剩,为了获得市场占有率,尚德的光伏组件销售价格不得不从2005年的\$3.43/W下降到2011年的\$1.51/W,光伏电池价格从\$3.05/W下降到\$0.46/W。受到金融危机和欧洲债务危机的影响,欧美主要市场相继削减政府补贴,导致了销售价格的进一步下降。尚德对市场需求和行业供给把握不



【拓展知识】



够准确,投资扩产之后没有取得预期的回报,投资效率是偏低的。在长期股权投资方面,由于多晶硅的价格上涨,尚德意图打造包括硅片和硅锭生产制造、光伏电站组件生产、光伏电站和光伏建筑一体化在内全产业链,尚德进行了多项长期股权投资,但尚德相当多的长期股权投资处于亏损状态,尤其是对上游原材料企业的投资。美国 Hoku 公司是一家在纳斯达克上市的公司,主要生产多晶硅。2008 年尚德入股 Hoku 公司,年底即计提减值 1380 万美元,主要供货合同从 2009 年推迟到 2011 年,截止 2011 年底仅从 Hoku 购买 400 万美元多晶硅,完全没有达到投资目的。对于 Nitel 的投资与 Hoku 公司极其类似,由于 Nitel 公司发生固定资产减值损失和金融工具亏损,尚德对其投资当年即计提 6 000 万美元的减值。2011 年由于子公司破产,作为担保方的 Nitel 公司资产全部被冻结,尚德计提剩余 4 000 万美元投资减值损失并确认 1 030 万美元原材料预付款为坏账。另一家原材料公司江苏顺大控股 2008—2011 年间为尚德提供约 3 亿 1 370 万美元多晶硅,经过 2010 年和 2011 年两次计提减值,账面价值已经调至零。

对尚德的历年投资情况分析后,可以看出其无论是固定资产投资、无形资产投资还是长期股权投资,都有在大量非效率投资行为,这些过度投资行为严重拖累尚德财务状况,高投入低回报最终让尚德资不抵债,不得不破产重组。

2. 筹资战略

光伏发电成本远远高于火力发电,如果缺少国家政策的支持,光伏发电并没有多少竞争力可言。同时光伏行业具有初期投资巨大,回收期长的特点,因此国家在扶持行业发展的时候,不但在光伏并网电价上有补贴,还在融资方面大力支持。在行业内获得政府大力扶持的,以无锡尚德和江西赛维两大光伏巨头最为典型。在成立之初,具有国企性质的尚德在融资过程中得到政府的帮助无可厚非,在上市后的几年,尚德仍源源不断地从几家国有银行获得大额贷款,不断扩大投资规模,增加产能。尚德电力上市后各年融资情况见表 3-3。

表 3-3 尚德电力历年净融资情况

(单位:百万美元)

融 资 方 式	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	合 计
发行普通股融资净额	320.2	—	—	—	—	—	—	320.2
二次发行普通股融资净额	—	—	—	—	277.1	—	—	277.1
短期银行借款融资净额	15.3	183.6	58.4	305.8	181.5	433.7	147.6	1325.9
长期银行借款融资净额	6.2	—	-11.0	-7.9	112.6	36	-1	131.9
发行可转债融资净额	—	—	500.0	575.0	50.0	—	—	1125
发行可转债融资费用	—	—	-14.4	-4.9	-0.9	—	—	-30.2
回购可转债发生支出	—	—	—	-61.0	-159.6	-221.2	—	-441.8
售后租回融资净额	—	—	—	—	21	70.7	—	91.7
融资租赁发生支出	—	—	—	-7.0	-3.7	-18.9	-42.7	-72.3
发行优先股融资净额	80	—	—	—	—	—	—	80
上市前重组发生支出	-83.1	—	—	—	—	—	—	-83.1
其他融资收入	—	—	—	—	0.5	2.7	1.2	4.4
主要融资活动净额总计	338.6	183.6	533.0	790.0	478.5	303.0	102.1	2728.8

资料来源:根据纽交所公布的尚德电力历年年报整理得到。

从上表(负数代表该年融资额小于还款额)可以看到,从2005年到2011年七年间尚德电力共净融资27亿2900万美元,并且融资方式以股权融资、发行可转换债券、短期银行借款三种融资方式为主。2005年上市当年发行普通股融资3亿2000万美元,同时发行了8000万美元优先股。根据《股份购买协议》显示,尚德电力以私募方式出售合计34667025股A系列优先股,每股2.3077美元,由海外风险投资机构包括高盛等认购,筹集资金用于公司“重组”,该“重组”含义是通过发行优先股引入海外投资者,从而收购国有股份。L表也可以看到收购国有股实际支出8310万美元,和发行的优先股融资额8000万美元相差无几,并未影响到2005年实际融资额。由于2005年IPO融资规模较大,因此2006年除1亿8360万美元的短期银行借款外并无其他融资。2007年到2009年,尚德电力的融资规模达到顶峰,连续三年发行可转债,2007年和2008年为非定向发行可转债5亿和5亿7500万美元,2009年向国际金融公司(世界银行附属机构)定向发行5000万美元可转债,特别值得一提的是,尚德电力在继续发行可转债的同时,在2008年和2009年分别以6100万美元和1亿5960万美元折价回购了9380万美元和1亿零120万美元的可转债,在回购的过程中就获得5440万美元的收益,可以看出尚德电力在发行可转债方面是十分成功的。除可转债外,短期银行借款主要来自国家开发银行、中国银行、建设银行、农业银行、工商银行等数家大型国有银行,共计13亿2600万美元,约占尚德电力净融资总额的一半。这七年间,尚德电力平均每年净融资3亿9000万美元,对于一个成立仅几年的公司来说,这样大规模的融资,给以后的过度投资提供了条件。

根据2007—2011年尚德电力的融资计划,资本支出、营运资金、偿还债务与未来发展四个方面的资金需求构成了尚德电力主要资金需求。据预计,上一年的现金存量与当年预计的经营活动创造的现金能够满足资本支出、营运资金需求,同时仍需要补充现金以满足偿还债务、未来发展带来的资金需求。另外,短期借款的偿还还将依赖于经营活动创造的现金。由于尚德的产能扩张,实际资本支出高出计划数,导致资金需求进一步增大。尚德电力共进行过两次股权融资,如表3-4所示。

表3-4 尚德电力外部股权融资情况

股权融资方式	日 期	股数(百万股)	每股价格(美元)	募集资金(百万美元)
首次公开发行	2005.12.9	30.38	15.00	320.20
股权再融资	2009.5.21	23.00	12.50	277.10

股权融资不能满足资本支出资金需求。外部股权融资只能满足未来部分资金需求。2005年首次公开发行净筹资金额高达320百万美元,但是其中只有40百万美元用于扩建产能,其余资金100百万美元用于购买原材料、20百万美元用于研发以及一般运营。2009年股权再融资净募集资金277百万美元全部用于偿还到期债务。

在外部股权融资不能满足大部分资金需求的情况下,尚德电力为满足资金需求只能依赖债务。2007—2008年两次发行可转换债券募集资金主要用于产能投资,从2008年到2011年尚德电力债务总额从2140.9百万美元上升到3584.5百万美元,增长率为67.4%,而权益总额从1225.9百万美元下降至946.4百万美元,下降了22.8%。尚德电力的融资方式由上市时股权融资为主转为债权融资,资产负债率自2009年起也不断攀升。



2011 年达到 79%，超过一般银行要求的 70%。（见表 3-5）。过度依赖债务融资模式产生高财务杠杆，尚德电力在高财务杠杆经营下的偿债压力逐渐增大。

【拓展知识】

表 3-5 尚德电力历年资产负债率

	2008	2009	2010	2011
资产负债率（%）	66.4	59.5	64	79

由于长期借款信用额度不足同时短期借款授信额度高，并且有息债务数额与比重增加加大偿债压力，进而导致公司为缓解现金流压力而过度依赖短期借款，从 2008 年开始，短期借款增速加快，占总负债比重大幅度增加，见表 3-6。

表 3-6 尚德 2008—2011 年负债结构

(单位：百万美元)

	2008	2009	2010	2011
短期借款	638.5	800.4	1 400.8	1 573.4
负债总额	2 140.9	2,370.9	3 336.9	3 584.5
短期借款/负债总额	29.8%	33.8%	42.0%	43.9%

尚德电力在 2011 年年度报告的“流动性风险部分”中披露：2008—2010 年资本支出主要依赖短期借款。然而公司又在“资本支出的融资方式”中披露：2008—2010 年资本支出的资金需求主要靠长期借款与可转换债券等来满足，短期借款只有很少部分用于资本支出，如表 3-7 所示。这两种不同的互相矛盾的说法，说明公司在资金运用方面可能还存在“短借长投”的情况，即公司长期借款不足，使用短期借款当作长期借款使用，用于产能投资等长期投资。

表 3-7 2006—2011 年尚德电力资本支出融资方式

(单位：百万美元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
资本支出	52.3	172.2	337.5	142.6	276.2	366.8
其中：股权融资满足	40	40				
可转换债券满足			270	80		
短期借款满足	—	—	39.6	47.1	0	0
长期借款满足	—	—	—	135.4	163.3	31.1

资料来源：依据尚德电力 2006—2011 年尚德电力年度报告整理而得。

从筹资活动现金流的角度看，根据 2008—2011 年现金流量表，筹资现金流的流入主要来自取得短期借款收到的现金与发行可转换债取得的现金。除 2009 年受股权再融资影响外，取得短期借款收到的现金占筹资现金流入的比重总体呈上升趋势，在 2011 年达到 93.5%。短期借款借入规模增大的同时，由于上一期短期借款到期，使得偿还现金流出较大，即“短借短还”。从筹资现金流流入流出的规模来看是不断加大的，但同时筹资流入流出比下降，从而导致筹资现金净流入减少，减弱了筹资现金流对资金的补充作用。见表 3-8。

表 3-8 尚德电力 2008—2011 年筹资活动现金流

(单位:百万美元)

	2008	2009	2010	2011
筹资现金流出量	650.7	721.2	2 563.1	3 028.7
筹资现金流入量	1 445.9	1 200.6	2 866.1	3 130.8
筹资现金净流入量	795.2	479.4	303	102.1

3. 经营战略

一方面,尚德电力的产能扩张产生的资本支出与营运资金的融资需求主要依赖短期借款,加大了流动性风险;另一方面,产能扩张不仅直接导致资本支出的加大还会因产能运作带来与之对应的营运资金需求,为支撑产能继续扩张,尚德电力进行营运资金扩张,尤其是增加存货,存货的增加支撑了营业收入的增长,却制约了资产营运效率。2008—2011 年尚德电力不断加强对商业信用管理,使得应收账款与应付账款对应情况更有利于企业现金流,应收账款周转期减去应付账款周转期不断下降,营运效率不断提高。然而,由于存货的存量增加制约了营运资金效率的进一步提高。同时存货的增加抑制了经营现金流回收水平的提升,产生的新的融资需求又将进一步加大流动性风险,见表 3-9。

表 3-9 尚德电力 2008—2011 年营运资金状况

(单位:百万美元)

	2008	2009	2010	2011
流动资产	1 321.9	2 156.00	2 412.4	2 086.00
其中:存货	231.9	280.1	558.2	516.5
流动负债	1 976.7	1 518.10	2 370.00	2 608.90
其中:短期借款	638.5	800.4	1 400.8	1 573.4
流动比率	1.35	1.42	1.02	0.8
速动比率	0.97	1.11	0.66	0.45
营运资本	345.2	637.9	42.4	-522.9

根据表 3-9 可以看出营运资金整体情况中,尚德电力流动资产与流动负债的配比程度变差。扩张战略下过度投资与偿还债务产生的融资需求依赖短期借款得以满足,由此导致流动负债尤其短期借款不断增加,流动负债增速高于流动资产和速动资产增速加大了流动性风险。2009—2011 年流动比率、速动比率持续下降,净营运资本不断减少,尤其是 2011 年降至-522.9 百万美元,这些都说明流动性恶化。

3.3 案例分析

3.3.1 过度投资

1. 海外市场需求的刺激

欧洲是全球最大光伏产品应用市场,德国、意大利、西班牙、法国相继出台光伏发电并网补贴政策,这些国家充分考虑到光伏发电对环境破坏小,具有可再生性,而我国政



府迟迟没有出台相应的补贴政策使得国内光伏市场没有打开。根据年报显示,2007年尚德88.7%营业收入来自欧洲,欧洲政府的高额补贴提高了光伏产品的价格,刺激了国内产能增加,以光伏组件、电站为主的下游企业纷纷扩产。无锡尚德自公司成立之初起就是一家高度依赖海外市场的公司,其在国际市场爆发性需求增长的环境下仅仅花了6年时间就从第一条生产线投产成长为世界最大的晶硅组件制造商。为了拓展美国市场,尚德还在美国亚利桑那州建立年产能达50MW的工厂。良好的市场业绩与世界光伏市场的发展使得管理层对市场前景预期乐观。尚德电力管理层主观判断以下因素将继续驱动世界光伏工业的发展,同时这些因素也将使光伏产品的需求量上升。

(1) 尽管2000—2004年世界光伏市场收入以34.3%的年平均增长率迅速增长,但太阳能产出对世界能源产出贡献不足,存在很大潜力。

(2) 日益增长的能源需求与化石能源的价格不断升高。

(3) 环保意识的增强与化石能源的限制使用。

(4) 政府支持太阳能产业发展。

(5) 相比于传统能源,太阳能能源拥有新能源环保、可再生等优点。

建立年产能达50MW的工厂。如果欧美市场继续保持高需求,我国光伏行业也就不存在产能过剩问题,产品价格也不会下跌。但是受到美国次贷危机和欧洲债务危机影响,德国、西班牙、法国等国由于经济不景气,出于降低国家财政赤字考虑,纷纷削减光伏补贴。缺少补贴的光伏产品在性价比上无法与传统火力发电竞争,这导致光伏组件价格从\$3.8/W下跌到\$1.5/W,欧洲市场占尚德营收份额在大幅下降。随后欧盟对中国光伏企业发起“双反政策”,导致了尚德产能进一步过剩。对于尚德来说,不能保证欧洲各国政府的持续补贴也就不能保证光伏产品的竞争力,价格决定权也就不能掌握在自己手中。

2. 地方政府和银行过度支持

目前我国正处于经济转型时期,市场机制并不能完全解决资源配置问题,市场之外的因素也在影响着整个行业的发展。地方政府由于非经济层面因素的考虑,如为了增加就业、创造税收、GDP增长等支持企业发展,而地方官员则会为了个人政绩、政治晋升等目的来支持企业发展。无锡市政府为从多方面支持尚德。

(1) 产业政策支持。无锡市政府制定了促进光伏产业发展的产业政策。比如建设以骨干企业为核心的光伏产业园,形成光伏产业集群的态势,支持一批骨干企业进入国际同行前列等产业规划。

(2) 资金支持。尚德融资近一半以上是通过银行借款取得的,尚德电力年报披露有大量的信用贷款,且贷款利率相当优惠。在尚德财务状况恶化时,为了防止企业破产而无法收回贷款,无锡当地银行仍然向尚德输血。在成立初期到2005年,无锡尚德获得了无锡市政府的资金支持。在政府的帮助下,无锡尚德于2001年1月22日取得澳大利亚太阳能电力、无锡信托、无锡新区高新技术风险投资、小天鹅集团等共同出资800万美元;从2001年5月到2003年初,无锡地方政府有关部门积极帮助尚德公司获得低息贷款资金近700多万元;从2001到2005年,无锡新区共协助尚德公司争取了国家创新基金项目等国家、省、市11个项。

(3) 税收优惠支持。尽管前身具有国企背景,但是由于第一大股东施正荣持有澳大利

益国籍，且其他大股东均为海外投资机构，因此被定性为“外资企业”。我国相关税收政策规定在高新区产业园内的外资企业，享有所得税税率15%优惠政策（2008年后统一调整为25%）。

（4）电费补贴。电价是光伏产品的重要成本因素，大量电费补贴降低尚德生产成本。

（5）土地支持。无锡尚德获得无锡新区66 600平方米的土地使用权，用于铺设生产线。

3. 行业认识与自身风险防范不足

无论企业多强大，其资源也是有限的，这意味着企业需要将面临的经营风险控制一定范围内，因此企业需要在评估风险的基础上，合理设定承受度，往往表现为一些财务指标如投资规模、资产负债率、投资收益率等，通过指标的考评可以发现企业存在的问题。从尚德一路扩张的发展轨迹来看，其管理层并没有对风险承受有强烈的认识，光伏行业是受政策风险、技术风险影响较大的行业，政策风险就是市场需求、利润空间受国家政策和国外政策所左右，是典型的机会型风险。面对行业强烈的波动性和周期性，尚德只看到了暴利，在行业环境持续恶化、债务负担越压越重、盈利能力持续下降时，依然没有减少投资的迹象。作为龙头企业，尚德没有做好应对风险的准备，走在行业的最前面也倒在行业的最前面。所以如果尚德没有过度投资，那么在行业低谷时，就可以利用便利的融资渠道低成本扩张，更不会走到破产的地步。尚德需要对行业和自身有明确的认识，走低风险、长打算的路。

4. 媒体宣传与荣誉光环助长了管理层对于自身能力与判断力的信心

管理层认为尚德自身具有一定竞争优势。

（1）规模优势：管理层强调规模效益在良好企业业绩中发挥着重要作用。

（2）区位优势：中国为尚德电力实体企业无锡尚德提供成本低于发达国家的资源，如熟练的劳动力、工程和技术资源、土地、生产设备和公用设施；

（3）技术、研发与人才优势。尚德的电池转换率处于行业领先水平，研发支出较大，拥有专业技术背景的人才较多，董事长施正荣博士是世界顶尖的光伏专家。企业发展成就也使管理层滋生求大心态，进而在主观上为产能扩张提供了动因。并且，尚德存在典型的“一股独大”的问题，第一大股东施正荣是公司的实际控制人，多数决策是由他直接或参与制定，施正荣带有激进主义的个性风格也直接决定了企业决策面临的风险。施正荣在新南威尔士大学研究方向为薄膜电池，而尚德主要产品是晶硅电池，两者区别在于，薄膜电池用硅量少，成本低，但转换率也低，晶硅电池则刚好相反。在多晶硅价格不断上涨时，施正荣力排众议投资3亿美元研发生产薄膜电池，两年后由于转换率仅为7%，未能实现技术突破，无法与晶硅电池高达19%的转换率竞争，加上薄膜电池生产线价格更高，技术更新快，对企业投入要求非常高，尚德便将其改造成晶硅电池生产线，最后薄膜电池产能仅仅20MW，损失近2亿美元。2009年4月尚德和四川大学成立四川尚德，开发碲化镉薄膜电池，同样是由于转换率无法突破而选择放弃，在原材料领域，多晶硅价格经历了过山车般的波动，为了规避原材料市场价格风险，尚德同美国MEMC公司签订长达60亿美元长单，供货期16年，合同规定多晶硅价格在\$100/公斤上下，这是基于尚德对未来相当长时间内多晶硅价格不会剧烈下跌的自信，但是多晶硅价格在不到两年时间内暴跌至\$30/公斤，超出了合同设定的价格假设，实际上背离了规避市场价格风险的初衷，而这都是基于管理层对于原材料价格



【拓展视频】

的自信判断,对市场走向前瞻不足。

3.3.2 采取财务战略使尚德电力陷入退市危机

管理层制定的以产能扩建为核心的扩张战略导致了过度产能投资,过度产能投资加大了资金需求。但尚德自身的运营活动现金流不能支撑投资活动现金流,其中2008年和2010年运营活动现金流本身即为负值净流出,四年的自由现金流(经营活动的净现金流—投资活动的净现金流)均为负数,见表3-10。

表3-10 尚德年2008—2011年自由现金流状况

(单位:百万美元)

	2008	2009	2010	2011
运营活动产生的现金流	-171.30	292.9	-30.00	93.30
投资活动产生的现金流	-641.8	-441.9	-238.6	-567.5
自由现金流	-813.1	-149	-268.6	-474.2

说明尚德没有做到量入为出的投资配置策略,不能够以自身产生的现金流来维持投资水平,采取的是风险较高的投资战略。

在经营现金流不足的情况下尚德电力的外部融资需求加大,又因为股权融资,发行可转换债与银行借款不能满足投资需求,尚德开始增加短期借款,债务的累积使得偿还债务的资金需求进一步加大,进而导致短期借款与偿还规模加大。2005—2011年尚德电力融资方式由股权融资为主转变为债权融资为主,债权融资由主要依赖可转换债券转化为过度依赖短期借款。

在市场萎缩的环境下,过度投资与过度依赖债务导致财务流动性逐渐恶化与持续经营能力下降。行业产能过剩的情况下,以产能投资为主的一系列投资未能取得预期收益。受金融危机影响,欧洲光伏应用大国下调光伏发电补贴的政策造成欧洲光伏市场需求骤然下降,产能过剩问题凸显。无锡尚德自公司成立之初起就是一家高度依赖海外市场的公司,2002年至2011年这十年中,该公司的光伏组件90%以上出口海外,其中欧美市场70%以上。2011年开始的欧美“双反”大棒阻断了欧美市场,严重削弱了企业产品的出口量,这给了无锡尚德致命的一锤。同时,2010年上半年以来,多晶硅供给量增加导致生产光伏电池与组件的原材料价格较2009年同期相比呈下降趋势。2011年下半年起,多晶硅与硅片价格进一步下降。2009—2011年,原材料价格的持续下降导致生产商更易获得生产光伏电池与组件的原料,进而导致全球光伏电池与组件供给量大幅增加,使得光伏电池与组件价格下降,尚德电力主导产品光伏组件的售价受市场供过于求的影响而下降。2005—2011年,除2010年外,营业收入增速均小于固定资产增速,说明营业收入增速较低,花巨资投入的固定资产没有形成有效收入,大量产能被浪费闲置,产能投资回报不足。之前为了保证产能扩张的原材料供应,尚德电力2005年后与供应商签订了长期原材料供应协定,长期原材料供应协定降低了成本控制的灵活性,也就意味着竞争对手的原材料成本随着原材料市场价格下降而下降,而协议价格高于市场价格使得尚德电力的原材料成本高于竞争对手,光伏组件生产成本高于竞争对手,而光伏组件销售价格比光伏生产成本下降更明显,导致利润空间缩小。在价格低廉和销量受阻的双重打击下,2011年净利润亏损

1 018.6 百万美元导致毛利率比上年下降 34.4%，总资产净利率和权益净利率的降幅均超过 500%，资产没有得到应有的效率。收益的下降及存货的大幅增加导致经营现金流量不足，投资现金流由于产能投资而流出加大。同时，由于短期借款等本息的偿还压力加大，导致借入与偿还债务的现金流入流出规模相当，借款主要用来还款，从而导致筹资净流入减少，削弱了筹资现金流对资金的补充作用。筹资现金流净流入下降导致 2011 年现金流总量下降。2012 年，失去主要市场、无法通过再融资等补充资金导致无法偿还到期债务，进而导致实体企业无锡尚德破产重整，上市公司尚德电力陷入退市危机。

3.3.3 运用 SWOT 分析法对尚德的具体分析



【拓展知识】

1. 优势 (Strengths)

(1) 政府支持。

无锡尚德从最初的小公司发展成为光伏组件产量世界第一的大公司离不开无锡市政府的大力扶持。2001 年，无锡市政府说服当地 8 家国企凑了 650 万美元入股无锡尚德成立了无锡尚德公司，并力挺身为科学家而非企业家的施正荣担任董事长。在无锡市政府的“无私”帮助下，无锡尚德得以迅速成长，三年间，成为中国光伏产业“新秀”。2005 年 3 月，尚德电力筹备上市，必须进行资本整合，无锡市政府再次出手，在强有力的动员下，原国有股东主动退出尚德，使高盛、英联等多家海外资本顺利入股，尚德电力转制为外资企业，成功登陆美国纽交所。无锡市政府通过整合政策、资本、技术、市场等各方面资源，全力支持企业，然后功成身退，达成明星企业的崛起，为高科技企业自主创新铺平了道路。由此可见，尚德电力的发迹、成长、上市，都是由无锡市政府一手扶持的。

(2) 技术业界领先。

目前中国光伏企业普遍存在缺乏核心技术，主要生产设备依赖进口等问题，但是无锡尚德的技术在国内同行中仍属于领先地位。公司创始人施正荣本身就是太阳能薄膜电池专业的专家，从事太阳能光伏的研究多年，获得多项专业发明。施正荣一直高度重视技术创新，建立了世界级的研发中心，并聘请 20 多名行业资深专家。2006 年，公司建立了第二个研发中心，致力于薄膜光伏电池的研究。2009 年启动碲化镉薄膜电池项目。目前尚德的碲化镉电池的转化率可达 8% 左右，而实验室水平在 13%~14% 之间。

(3) 先进的生产制造设备。

无锡尚德配备了从欧美和日本等几家设备制造公司采购的世界最先进的制造设备。曾任尚德采购部的员工马志强证实说，在尚德购买一样东西通常不看价格，只要是好的，价格不是问题，这也为尚德打下了坚实的硬件基础。

(4) 全球化生产基地布局。

在光伏产业白热化竞争的当下，针对我国光伏企业的贸易摩擦和保护性策略都是难免的，欧美采取的“双反”惩罚性措施使我国光伏企业在欧美市场上充满了变数。无锡尚德至今已在中国、日本、美国、南非共建立了 10 个研发中心和制造基地，能有效地应对海外市场政策上的变数。

(5) 龙头企业产生品牌效应。

经过短短几年跨越式、超常规的大发展，尚德公司的产品技术和质量水平已完全达到



国际光伏行业先进水平，是中国首家通过 TUV、IEC、CE 和 UE 等国际权威认证的光伏企业。尚德公司于 2004 年被 PHOTON International 评为全球前十位太阳能电池制造商，并于 2005 年底挺进世界光伏企业前五强，150 兆瓦太阳能电池的制造能力，使尚德成为全球四大太阳能电池生产基地之一。目前无锡尚德虽已破产重组了，但是其品牌的影响力仍然存在，今后仍可加以利用。

2. 劣势 (Weaknesses)

(1) 股权结构不合理，公司难以做出正确决策。

2007~2011 年间施正荣对无锡尚德的控股一直保持在 30% 以上，属于股权高度集中模式，而其他相对大股东对其的制衡度又很低。正因为如此，其个人的错误决策对公司的发展产生了重大的负面影响。2006 年多晶硅价格暴涨，无锡尚德与美国 MEMC 签订了为期十年的固定价格的订单。2008 年 10 月后，多晶硅价格暴跌，尚德电力不得不单方面终止合同并为此支付了 2.12 亿美元的违约金。2012 年无锡尚德因施正荣个人的错误决策陷入反担保骗局丑闻，给公司带来了约 5.6 亿美元债务。当一个公司进入到规模化、多元化经营以后，如果缺乏制衡机制，绝对控制人的决策失误的可能性会增加，企业承担的风险也会随着公司实力的增强而同步增大。

(2) 内部管理混乱，管理成本较高。

无锡尚德成立之初，管理流程甚至人才都不是很重要，施正荣一人就能兼顾多重身份。这种粗放式的管理模式，公司的最高决策者施正荣不仅要为技术负责，还要为企业的战略、市场销售、投资运营、品牌推广、同行竞争、供应链整合等一系列事务负责，尚德内部不可避免地存在诸多管理不到位、混乱管理的现象。无锡尚德上市后，企业组织再也不能仅仅靠他一个人四处扑火，而要靠体系流程以及人才。为了加快公司的国际化进程，企业招聘了大量的国际化人才，但由于本身没有根深蒂固的企业文化，不能很好地将新人与老人、国际人才与本土人才融合起来，管理层矛盾不断，沟通成本很高。一位曾在无锡尚德工作过的高管表示：“很多简单的事情被弄得很复杂，内耗很大。”据他而言，到 2010 年 6 月为止，尚德基层员工的离职率从 6% 上升到了 12%，后不得不以全员涨薪 20%~30% 为代价平复风波，管理成本陡升。

(3) 资金链紧绷，债台高筑，偿债能力差。

尚德电力在盈利能力持续下滑的情况下仍然向银行大规模贷款投资，近几年产能的急速扩张导致负债激增，沉重的债务负担让尚德资金链断裂，尚德历年资产负债率见表 3-5。

资产负债率能够反映企业资本结构和长期偿债能力，从财务杠杆角度来看，在投资项目回报率高于债务资本成本的时候，适当举债经营有利于提高净资产收益率，给股东带来更大回报。在经营风险不是很大的时候，有效利用财务杠杆，可以提升企业价值。根据表 3-5 可以看出，尚德电力资产负债率逐年增加，2011 年底已达 79%，据 2012 年第一季度季报显示，无锡尚德总资产为 13.78 亿美元，负债却为 35.75 亿美元，资产负债率又创历史新高，达到 81.8%。近四分之三的融资额来源于短期银行借款和发行可转换债券。尚德在光伏行业占有一定市场和知名度，但是尚德和整个行业一样处于生命周期的成长阶段。根据生命周期理论，企业在成长期需要大规模资金来扩展业务，占领市场，此时公司面临的经营风险较大，需要减少从外部借债，多利用股权融资或自有资金发展经营，降低

过高负债给企业带来的破产风险。尚德则采取顺周期投资思路,在行业上行时采用提高杠杆激进手段追求利润最大化模式,这样的投资思路要求对行业状况有精准的把握,一旦行业走向衰落,就会造成追涨杀跌的结果。尚德在过高的负债下无法灵活面对行业波动。

流动比率和速动比率可以反映出企业的短期偿债能力,速动比率在扣除了存货、预付账款、长期待摊费用等资产后能够更加切实反映企业立刻变现偿债的能力。尚德电力2008~2011年流动比率和速动比率见表3-9。从表3-9可以看出,尚德电力流动比率和速动比率逐年下降,短期偿债能力严重削弱,根据尚德历年投资情况分析,公司主要投资于长期项目,而主要资金来源则是短期银行借款,公司这种短借长投的做法没有避开短期债务和长期投资回报之间的期限错配,面对这种局面,公司就只能采用拆东墙补西墙的做法应对资金缺口。截止到2011年年末,尚德账面现金及现金等价物合计约4.9亿美元,而短期银行借款则高达15.7亿美元,缺口超过10亿美元。2011年尚德利息支出为1.35亿美元,而2011年经营活动现金净流量为9330万美元,经营活动现金净流量尚不足以支付利息,这说明尚德电力营运能力出现了问题,负债投资的效率下降。

2012年7月末曝出的下属无锡尚德的子公司环球太阳能基金管理公司向无锡尚德提供虚假的反担保,这笔总额为5.6亿欧元债券的反担保直接导致无锡尚德承担一切由环球太阳能基金管理公司向国开行融资所产生的风险,这让原本就资金链紧绷的无锡尚德雪上加霜。

(4) 技术暂不具备产业化的条件,盈利能力差。

尽管无锡尚德在技术研发方面具有一定的基础,在业界也属领先地位,但是目前仍有相当一部分技术仍然处于实验室阶段,离技术产业化仍需一段时日。由于缺乏核心竞争力,在市场上没有定价的能力。无锡尚德在发展过程中,忽视了企业经营发展战略中的重大问题,即本企业的核心竞争力,企业走的还是过去低端制造的老路,把公司发展重点放到了快速规模扩张上,而企业的主要生产设备又基本依赖进口,产业发展的核心技术、创新能力也都没有掌握。换言之,无锡尚德不过是国外市场的“代工车间”而已。没有核心技术能力的企业在市场上就没有议价空间,最终只能处于任人挨打的位置。由于中国光伏产业的产能过剩,企业之间大打价格战,利润空间压缩殆尽,毛利率低,盈利能力差。2005年赴美上市,营业收入不断增长,截至2011年年底,总营收已超过30亿美元,2010年以前账面一直保持盈利,直到2011年巨亏10.18亿美元。尚德电力上市后历年经营业绩见表3-11。

表3-11 尚德电力上市后历年经营业绩

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
营业收入 (百万美元)	226	598.9	1348.3	1923.5	1693.3	2901.9	3146.6
净利润 (百万美元)	28.2	106	145.9	32.4	85.6	236.9	-1 018.6
销售毛利率	30.3%	24.9%	20.7%	17.8%	20.0%	17.4%	12.3%
净利率	12.5%	17.7%	10.8%	1.7%	5.1%	8.2%	-32.4%
每股收益 (美元)	0.31	0.71	0.96	0.21	0.50	1.32	-5.64



续表

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
每股经营现金净流量 (美元)	0.25	-1.14	-0.06	-1.11	1.73	-0.17	0.52
总资产收益率	15.2%	13.3%	11.4%	4.1%	5.1%	7.7%	-18.8%
净资产收益率	13.1%	19.7%	18.5%	3.0%	6.0%	13.6%	-71.9%

根据表 3-11 可以看出, 尚德营业收入从 2005 年 2.2 亿美元增加到 2011 年的 31.4 亿美元, 但是净利润却像过山车一样大起大落。2007 年后尚德的净利润开始下滑, 2010 年保持 2 亿 3 690 万美元账面利润的原因是其控股的环球太阳能基金 (GSF) 为其提供了 2 亿 5 000 万美元的账面投资收益, 而 2010 年 GSF 在欧洲的电站项目收益情况则根据欧洲政府提供的光伏补贴变化, 因此尚德确认的投资收益也充满了变数, 并没有真正的现金流入。扣除该项收益, 尚德在 2010 年的利润为亏损 1 310 万美元。尚德在产能扩张、新项目研发、产业链整合方面的投资效率低下, 同时大股东施正荣利用关联交易将尚德的利润源源不断地输入到私人公司, 这是尚德利润下滑的重要原因。销售毛利率可以反映出公司主营业务获利能力, 对于尚德这样的制造业来说, 毛利是企业最基本的利润来源。表 3-11 显示, 上市后尚德毛利率就逐步下滑。在太阳能电池和组件的成本构成中, 原材料的价格要占到七成, 人工费用和制造费用不会有太大的变化前提下, 尚德的毛利率也就取决于销售价格和原材料成本, 随着产能逐渐过剩, 光伏产品的价格也在下跌, 而尚德的原材料成本居高不下, 主要有两方面因素。一方面在 2005 年后多晶硅行业看涨, 尚德在 2008 年价格最高时签订了长期订单, 不到两年的时间里多晶硅市场价格已经跌回 \$100 公斤以下, 这使得尚德长期原材料供应合同价格已经高于市场价; 另一方面同亚洲硅业和辉盛硅的关联交易中, 尚德亦高价采购, 据媒体报道 2012 年尚德从亚洲硅业采购的多晶硅价格为 30 美元/公斤, 而国内多晶硅大厂保利协鑫提供的报价为 26 美元。在海外上市的中国光伏概念股中, 尚德的销售毛利率落后于其他厂商。每股收益是公司综合收益能力的体现, 是税后利润和总股本的比值, 是衡量一个公司投资价值的重要依据。每股经营活动现金净流量是经营活动现金净流量和总股本的比值, 每股经营活动现金净流量高代表着公司汇款力度大, 产品竞争力强, 信用度高, 经营发展有潜力, 可以用来衡量股利支付和资本支出能力, 是公司综合竞争力的重要体现。与每股收益不同的是, 每股经营活动现金净流量以收付实现制为基础, 排除了企业利用应收款等调节利润的可能。可以看出公司利润的含金量。结合表 3-11 可以看出, 除 2011 年每股收益巨额亏损外, 其他年份都保持盈利, 但是每股现金净流量表现却不尽如人意, 只有 2005 年、2009 年、2011 年经营活动有现金流入。分析尚德现金流量表可以发现, 由于存货、对关联方应收账款、预付账款科目金额较大, 对客户的预收款很少, 导致公司经营活动现金流入较少, 形成了账面有利润, 但是没有现金流入的尴尬境地。2009 年和 2011 年每股现金流量超过了每股收益, 主要是因为尚德在当年大额计提长期股权投资和固定资产减值损失, 并没有现金流出企业。从以上分析可以看出, 在尚德财务业绩保持盈利的背后, 实际上获利能力大幅缩水。总资产收益率是反映企业利用全部经济资源效率的能力, 总资产收益率是税前利润加上利息开支后和平均总资产的比值, 既包括了企业权益获利能力也包括了举债经营获利能力。净资产收益率是反映企业使用净资产的获利能力, 是

税后净利润和平均净资产的比值。根据表 3-11 可以看出,总资产收益率和净资产收益率都在下降,扣除 GSF 为尚德提供的 2 亿 5 000 万美元的投资收益后,2010 年总资产收益率和净资产收益率也是负数,2008 年两项收益率甚至低于同期短期银行贷款利率,这说明企业举债经营效率严重下降,甚至有可能丧失偿付利息的能力。另外,无锡尚德的亏损使得科研经费不断减少,限制了新技术的发展,其在研发上的优势也正在逐渐减弱,如何尽快实现科研成果与产业的对接,将是无锡尚德面临的一大挑战。

3. 机会 (Opportunities)

(1) 绿色产业,符合可持续发展。

随着世界能源危机和环境问题的日益加剧,各国都在寻求高效清洁的替代能源。太阳能光伏发电因其绿色环保可持续、分布广、总量大、应用形式多样等优点,符合可持续发展的要求。同时大力推广太阳能光伏发电,也有利于改善中国目前的能源结构,促进经济增长方式的转变。

(2) 新兴市场前景广阔。

2012 年,欧洲光伏产业协会在《2016 年全球光伏市场前景展望》报告指出,未来几年欧洲市场上装机量将稳定在 20~25GW,与此同时,全世界装机量将在 2016 年达到 77GW,除去欧洲,新兴市场的装机量将占据世界总装机量的 2/3。可见新兴市场将成为光伏产业的主导市场。无锡尚德由于提前进行了国际化布局,因此将更有利于拓展海外新兴市场,有效缓解由于欧美与我国贸易摩擦对公司业务产生的影响。

(3) 国内市场潜力巨大。

中国以往的光伏产品 90% 以上都销往国外,国内市场尚未打开。面临欧美“双反”,中国政府也开始重视开发国内市场并出台了一系列扶持政策,国家能源局计划未来将太阳能发电装机规划量提高,可见国内市场的潜力巨大。

4. 威胁 (Threats)

(1) 传统发电仍是主力。

我国是发展中国家,还未达到全面小康社会,主要还是依靠传统发电模式。2012 年我国西部光伏的合理电价约为 1.0 元 $\text{kW} \cdot \text{h}$,东部约为 1.3 元 $\text{kW} \cdot \text{h}$,而东部平均工商业用电价格为 0.925 元 $\text{kW} \cdot \text{h}$,光伏发电成本偏高,预计还需要有 2~3 年才能达到平价消费水平。

(2) 市场萎靡。

目前整个世界的经济居于经济危机之后的缓慢复苏阶段,对于光伏产品的需求仍处于抑制状态,与此同时,中国国内市场尚未打开。市场的萎靡成为影响国内光伏产业发展的重要阻碍因素,加大了光伏产业的压力和风险。

(3) 竞争加剧。

众多的企业导致竞争激烈,主要表现为原材料的竞争、市场的竞争和人才的竞争。无疑竞争都加大企业的成本,降低了产品的利润。

(4) 国家政策不完善。

虽然 2012—2013 年国家出台了一系列扶持政策,但是大多是宏观性的,可操作性的法规政策不多,分布式发电等的实施仍处于试验阶段,许多政策在未来仍存在很大的不确定性。在这样的大环境下,开拓国内市场的难度还是很大,仍需时日。



上述分析表明,无锡尚德拥有太阳能资源丰富、技术领先和全球产业布局等优势,以及产业支持政策、国内市场潜力巨大等机会;同时,还面临产业生产成本低、缺乏核心技术和债务高筑等自身劣势,以及传统电力的影响、国际贸易壁垒和行业标准缺乏等外在威胁。

从SWOT四类基本要素来看,无锡尚德当前拥有的优势和机会还不够明显,而面临的劣势和挑战则日益突出。因此,从发展战略的高度来看,无锡尚德应优先选择WT防御型或收缩型财务战略,即维持或缩小现有投资规模、减少对外筹资、保持或适当调整现有资产负债率和资本结构水平,甚至通过偿债和股份回购归还贷款,而实际情况是尚德选择了扩张型的财务战略,迅速扩大投资规模,大量筹措外部资本尤其是债务资本,最终导致其破产重整。

3.3.4 尚德破产重整的启示

为了避免尚德的悲剧重演,根据以上的案例分析,主要应从以下几方面入手。

(1) 加强政府对企业的引导作用,政府层面需弱化对经济的干预。减少政府的直接支持。我国现行虽是社会主义市场经济,但是经济领域不乏政府的干预。政府干预虽能起到立竿见影的效果,但是却对市场经济造成莫大伤害。政府的干预往往是要么“扼杀”一个企业一个行业,要么“捧杀”一个企业一个行业。光伏行业在我国还处于起步和成长阶段,在市场调节作用失灵情况下,需要政府出台相关政策引导企业健康发展,但现今的政绩考核以GDP增长为核心,导致了政府片面追求规模经济的增长。要改变政府的不恰当干预动机,就要将传统的以经济发展速度为主的评价体系转变成如以投资效率、社会经济效率为主的评价体系,减少可以拉动GDP但投资效率低下的项目,从而减少光伏行业过度投资。评价地方政府的政绩情况还要看其发展是否具有可持续性,将土地成本和环境成本因素考虑在内,同时还要将地方政府对光伏行业资金支持改变为政策引导,如2005年颁布的《可再生能源法》《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》《关于完善光伏发电价格政策通知》。在行业层面,政府需要调整产业链布局,加大对上游原材料生产和下游光伏应用技术的开发,减少对缺乏核心技术的中游组件企业的补贴。在电价方面,解决光伏并网接入技术和上网电价问题,制定火电和光电统一的价格收购标准。对于我国光伏企业过多,规模大小不一的现状,笔者认为只有鼓励部分效益差、规模小的企业转行,设立行业准入标准,才能解决恶性竞争,减少企业为争夺市场和利润而发生的过度投资,这将是政府发挥职能最有效的方式。

(2) 规范光伏企业融资渠道,提高融资门槛。企业过度投资的前提是有充裕的资金,我国光伏行业的融资渠道广泛,主要包括非定向增发、银行贷款、股权融资等。我国银行等金融机构对贷款企业的资质要求不够严格,审查也过于松散,这形成了目前融资难度小的局面。据媒体披露,在尚德业绩良好,产品供不应求的时候,几乎所有借款都来自信用贷款,银行则要竞争才能成为尚德的债权人,不光对于尚德,鼎盛时期的光伏企业都是不差钱的。过于宽松的融资环境让光伏企业投资有一定的盲目性,如尚德投资3亿美元进军薄膜电池业务,由于没有做好充分的评估,无法达到规模化生产要求而放弃。由于光伏企业具有前期投资大,投资回收期长的特点,资金的合理分配对于企业长远发展至关重要。对于光伏企业的融资申请,应该加强对融资渠道的监管,提高融资门槛,例如要求企业达到一定的资本收益率,并且提交详细的投资项目分析报告,对市场前景、投资回报率、行业风险做详细评估。对于银行等金融机构在收到企业贷款申请时,要严格核实企业资产运营情况,对于业绩良好的企业贷款额度适当放宽,对成功获得贷款的企业也要追踪后续资

金的使用情况。在企业面临严重经营亏损,资不抵债的情况下要敢于断奶,保证行业的流通性,只有淘汰了效益差的企业,光伏行业才能涌现出更优秀的企业。

(3) 控制扩张速度、加强企业自身风险防范意识,科学投资决策,稳健发展。许多企业包括一些优质企业,最终陷入财务危机,主要是由于对市场和企业本身预期过于乐观。一方面急剧扩张规模,需投入巨额资金,稍有小慎或者融资环境一有风吹草动,企业极易遭受资金链断裂的危险;另一方面,规模急剧扩张,易出现产能过剩的困境,花费巨额资金形成的产能只能闲置,造成巨大浪费。对于企业来说最重要的是生存而不是追求利润,企业在扩张的同时不应忽视对风险的控制。企业投资决策风险往往表现为依据不充分,程序不完善,判断不准确,标准不清晰,因此要合理评估市场和企业能力,把握好企业扩张速度,加强投资管理的力度。从前期的调查审核到投资计划制定、项目实施,企业都要加强管理力度,提高投资的敏感性和科学性。企业需要建立健全的投资决策体系,把对决策事项的风险评价结果作为决策的主要依据,将风险融入企业经营管理活动中,特别是要对国际市场可能发生的变化做好充分的准备,及时有效应对风险的发生。尽管外部资源可以帮助企业抵抗风险,但却不会分担企业因风险而承担的责任。对于任何光伏企业来讲,投资都要根据自身实际情况决策,避免因管理层过度自信而构建“企业帝国”。在尚德电力,董事长施正荣即是董事长又是CEO,公司多数投资决策带有其个人主观判断,施正荣多次投资失误证明其投资灵敏度不高,应对市场风险能力较为薄弱。实际上这样的风险是完全可以避免的,这就需要加强投资管理的力度,公司在内控制度的执行方面更加严格,进一步完善公司治理,避免一时冲动之下的决策带给企业沉重的代价,企业才可以步步为营,谋求稳健发展。

(4) 建立财务预警系统。凡事预则立,小预则废。在这个企业内外经营环境瞬息万变的大时代中,建立合理有效的财务预警系统是预防陷入财务困境的必然举措。企业要根据外部环境和自身特点,抓住影响本企业财务状况的主要因素,建立合理的财务预警系统和有效应对机制。才能在企业财务状况即将触及预警红灯区时,分析其内在原因,做出及时有效的反应和应对措施,从而保证企业财务安全运行。

(5) 确定合理负债规模和负债结构。尚德高负债率和高流动负债为其破产埋伏了巨大隐患。虽然高负债率可以利用高财务杠杆进行经营,放大股东收益,但是一旦企业出现困境,高负债率会导致成倍的杠杆负效应,加重企业财务风险。因此要根据本企业发展特点和行业情况,通过精密计划和核算之后,确定合理的负债规模,既有效利用财务杠杆,同时又将财务风险控制企业可承受范围之内。

(6) 实施市场多元化战略。尚德由于高度依赖海外市场,海外市场行情一旦不佳,比如美国、欧盟对中国光伏实施反倾销调查,造成对尚德致命的一击,使其元气大伤。要想获得持续发展,就得实施市场多元化战略,减轻对单一市场的高度依赖,分散市场风险。我国经济发展态势较好,市场潜力巨大,因此要高度重视国内市场的开拓与发展。

练 习 题



1. 阐述企业战略与财务战略的联系和区别。

【拓展案例】

2. 阐述企业在不同生命周期阶段对于财务战略的选择,并分析在不同发展阶段的财务特征、财务战略定位及具体实施内容。

第 4 章

美的集团整体上市

教学目的

通过对本案例的学习,学生应了解我国集团企业整体上市的制度背景、发展历程、理解企业分拆上市的弊端和企业集团整体上市的利和弊,把握企业整体上市的理论依据,掌握定向增发、反向收购、整体上市模式的操作程序和适用条件。

4.1 背景知识

4.1.1 整体上市的概念

对于整体上市的概念和定义,学术界给出的定义比较多,但总体上其基本含义是同一法人将旗下的上市或非上市公司联合起来,进行统一的控制和管理,最终达到上市公司的共同经济目标。总结了几个比较鲜明的观点:黄清(2004)的整体上市概念是,以非上市公司为主体,对公司的全部资产进行改制并重新公开上市,即公司将全部经营性资产和业务进行重组和整合,改制为股份有限公司,然后通过资本市场增资扩股实施 IPO,原企业自然注销。这个概念就是未上市公司要将全部资产或者部分资产进行 IPO。

钱启东、伍青生、王国进(2001)定义的整体上市是,以某个上市公司为主体,利用子公司的平台或者新收购新的上市公司的壳资源,然后将集团公司资产注入,从而实现集团公司层面全部的资产或者是某个单独产业板块的相关经营性资产“整体上市”。钱启东等人的“整体上市”定义在“控股集团母公司——上市子公司”构架下,母公司通过上市子公司实现整体资产证券化。在我国资本市场环境下,“控股集团母公司——上市子公司”结构的普遍性以及这种结构下所存在较多的问题和弊端,该“整体上市”定义具有更深的研究意义。

邓晓卓(2004)研究的整体上市则是两种模式:第一种模式是以上市子公司为主体,通过上市子公司对未上市母公司资产的反向收购实现整个母公司层面的“整体上市”;第二种模式是以未上市母公司为主体,要约收购其已上市子公司发行在外的全部流通股份后,注销上市子公司,然后以整个母公司资产重新进行 IPO 实现母公司层面的“整体上

市”。邓晓卓定义的第一种模式与钱启东等人定义的通过向上市公司注入母公司资产实现整体上市并无太大差异,而在其第二种模式中所说的要约收购子公司发行在外的流通股份,正好是美的集团整体上市使用的模式。

借鉴上述学者的观点,所谓的整体上市,是以上市子公司或者母公司为主体,通过各种方式以达到整个集团内外部资源实现有机结合,实现上市的一种行为。



【拓展知识】

而本文所提到的美的集团整体上市,是指美的集团(母公司)通过一定的换股比例吸收合并上市公司美的电器(子公司),促使集团优质资产流入市场,实现整体上市的行为。

4.1.2 整体上市效应

1. 规模效应理论

规模效应理论的发展源远流长,从传统的古典经济学到新派的经济学都有相当丰富的理论知识,也是现代企业理论研究的重要范畴。规模效应理论是指在一定的技术水平条件下,企业生产产品绝对量增加,单位成本在逐渐降低,从而促使企业利润水平提高,达到企业规模扩张的一种经济现象。

亚当·斯密(Adam Smith)在其著作《国民财富的性质和原因的研究》中提到:分工和专业化促使企业的生产水平得到了提升,标准化生产促使企业的生产成本降低,生产利润提升,达到规模经济的水平。阿尔弗雷德·马歇尔(Alfred Marshall)在《经济学原理》中提出:“规模生产在工业上表现最明显。大工厂的利益在于:专业机构使用专门技术对经营全过程进行分工。”马歇尔对规模效应理论做了一些补充,更具体地指出分工的链条,是从采购、生产、销售各环节的分工得到了有效地经营管理,不仅仅是技术水平的提升,经营管理水平的提升也有促使企业形成规模经济。马歇尔还论述了规模经济除了“内部规模经济”还有“外部规模经济”,“内部规模经济”是单个企业形成的经营效应提高,“外部规模经济”是多个企业联合形成的分工优势而达成的规模经济。马克思在《资本论》中详细地分析了社会劳动生产力的发展必须以大规模的生产与协作为前提的主张,生产规模的扩大主要是企业想实现两个目标:一是产、供、销的联合和资本扩张,二是降低企业生产成本。

对于我国的上市公司,企业在整体上市前,大部分企业的经济规模较小,以生产单一产品为主,并没有达到整体上市的要求,在企业整体上市之后,生产规模随着母子公司的资源整合,通过运用上市企业内外专业化的分工和技术提升,产业链得到很好的修复和延伸,如生产经营管理的革新和信息化技术的引入,形成高效统一的经营管理,生产的产品或提供的服务质量上升和产品线也日渐丰富,促使企业在经营过程中各环节的成本下降(特别是节省中间环节重复的交易成本),最终使整体上市企业经济规模得到扩张,形成规模效益。

2. 协同效应理论

规模效应追求的是专业化分工和技术提升,是从硬实力上把成本降低,而协同效应关注的是1+1>2的战略,从软实力改善企业的经营。美国战略管理学家伊戈尔·安索夫(H. Igor Ansoff)首次提出协同战略的理念,他认为协同战略可以把公司的多元化业务联合起来,通过合理资源整合,把企业各个环节进行优化配置,促使企业可以更加有效地



运用现有的资源和优势拓展新的发展空间,协同效应一般包括经营、管理和财务协同效应。

经营协同效应,主要是指两个企业主体合并后,资源得到互相的补充,经营活动因为新产品线或者新服务的推出而获得新的利润空间,从而改善了公司的经营,提高了公司效率。整体上市后,母子公司经营过程中的优劣势都会在融合的过程中体现,通过协调和互补的方式,实现公司经营过程中的各环节有效优化,发挥最大的协同作用。

管理协同效应,主要是指管理资源在企业经营活动中得到有效的配置,从而促使管理效率的提升。管理能力在不同的企业有所异同,管理能力好的企业会迫使管理能力不好的企业进行管理协同,使整体企业的管理水平上升。整体上市后的企业也产生了管理协同效应,因为一般集团企业与子公司的主营业务具有一定的相似度,所以在人员、设备、生产技术、生产流程都可以得到最大限度的互融互补,磨合成本(监督和管理成本)相对比较少,增加了企业间管理经验交流和管理人员的合理流动,企业管理成本下降,管理协同效应得到有效体现。

3. 财务协同效应

是指协同作用在财务方面的贡献,促使企业财务能力提高,资金得到有效利用,实现更大的预期收益。财务的协同作用主要体现在以下几个方面:第一,资金链获得更加充裕的时间,现金流更为宽裕。因为不同企业都有它们不同的投资项目、领域和投资回报,这就决定了取得投资回报的时间并不相同,有利于企业预留一定量的自由现金流,使企业获得更为灵活的资金分布,同时为企业带来更好的资金收益。第二,多样化的投资机会。因为企业通过兼并重组之后将会获得更丰富的投资范围,多样化的投资组合又将提升企业资本收益的同时降低单一投资所带来的风险,非系统风险也会有所降低。第三,资本增大,偿付能力提升。企业集团整体上市方案一旦实施,在公开市场筹集的资金就会急速增加,企业的破产风险也会降低,企业外部形象的提升为企业带来更高的信用水平,融资成本和费用相对减少,为企业带来更大的品牌价值。企业整体上市就是满足已剥离企业的融资需求,利用已上市企业的融资优势弥补自己难以获得充足资金的短板,促使整体上市后企业能够发挥财务协同效应,实现企业资金的有效配置。

4. 企业边界理论

美国企业史学家艾尔弗雷德·D·钱德勒(Alfred Dupont Chandler Jr.)在《看得见的手》中详细分析了公司的各种战略和策略,就是为了适应市场的变化,当市场不稳定的时候,企业会倾向于纵向一体化和横向联合(类似现在说的兼并重组),当市场稳定的时候,市场效率提高,企业就会专注核心业务,剥离非核心业务。

马歇尔的新古典经济学表明,企业存在的原因是基于为他人生产比自给自足更有效率,这种效率来自于企业实现了规模经济或在经营活动的某方面具有专业化的优势。

新经济学代表罗纳德·哈里·科斯(Ronald H. Coase)在《企业的性质》中通过“交易费用”来解释企业存在和企业边界扩张的问题。科斯认为,当企业的管理成本比市场交易成本低时,企业就会诞生;当企业的交易边际成本和管理边际成本一致时,企业就不会继续扩张下去。

整体上市在提高自身效率的同时,节约了母子公司之间的交易费用,实现企业规模的

扩张,避免了同业相互竞争,特别在市场不稳定的时候,集团企业彰显了更为有效的资源配置特征,回避了市场动荡带来的风险,减少了不必要的关联交易。

5. 关联交易以及同业竞争

财政部在颁布的《企业会计准则第36号——关联方披露(2006)》规定了关联方的定义,主要阐述的是一方受到另外一方的控制或者重大影响。Johnson等(2000)提出了“掏空”概念,其中阐述了关联交易是“掏空”公司利益的手段之一,控股股东可以利用自己的特权,为了寻求自身利益牺牲中小股东的利益,进行一连串关联交易,虚增公司的经营收入,形成公司业绩上升的假象。

企业的同业竞争是指集团内部各公司之间相同业务的无效竞争,内部同业竞争的存在使得整个企业效率降低,不利于企业的长期发展。我国证监会也在《上市公司新股发行管理办法》中对同业竞争有所规定:“董事会应该保证交易符合公司最大利益,不损害关联股东的利益或产生同业竞争。”证监会在2002年《上市公司治理准则》中说明:“上市公司与控股股东的业务需要相互独立,控股子公司也不应该从事与控股股东类似的业务。”

整体上市具有减少关联交易和避免同业竞争的功能,整体上市后的上市公司能够正确处理同关联交易和同业竞争,不仅能提升公司的经营效率,更能保障上市企业的合法利益,公平地维护大小股东的切身利益。

6. 企业控制权

1932年,美国教授伯利与经济学家加德纳·米恩斯(Gardiner Means)合著的《现代公司与私有财产》中提出随着现代企业的股权分散,公司所有权和经营权逐渐分离,使公司的控制权落入了经营者的手中,因而引发对于公司控制权和代理人的讨论,他们明确指出股东的利益应该受到保护,管理者受到公司的委托而行使权利,行使权利时需要把公司利益作为首要利益;在现实管理当中,股东对管理者的权利控制难度很大,因此需要对其权利进行适当限制。

公司的控制权涉及公司利润分配的问题,控制权越少,控股股东对企业业绩关注度越低,不利于公司的发展,控股股东需加强对高管层的监督,从而减少控制权的过度分散。整体上市有利于控股股东更多地对企业进行完整披露,可以避免整体上市前因公司未完全披露而存在的转移上市公司利润的操作,同时控制权的增大也会迫使控股股东对上市企业经验业绩的关注,运用控制权来提升代理人治理公司的积极性,代理人也将得到股权激励的丰厚回报。

4.1.3 企业整体上市的实现方式

关于整体上市的实现方式,国有资产委员会提出央企整体上市的政策,并制定了央企整体上市的初步框架,即“两个阶段、四种模式”。“两个阶段”是指先脱离原有企业控制,再进行整体上市。“四种模式”分别为换股吸收合并、换股重新IPO、“A+H”模式、反向收购母公司。学者之间的观点具体如下。

陈智(2004)提出了四种模式:以武钢股份模式、TCL模式、百联集团模式和其他模式。

唐智勇(2007)提出了四种模式:新壳——通过A+H形式重新IPO;并壳——通过

吸收合并并进行兄弟公司整合；造壳——母子公司之间进行吸收合并；借壳——反向收购母公司资产形成新公司。苏凤霞（2007）提出了五种模式：TCL 模式即吸收合并 + IPO；宝钢模式即反向合并母公司资产；百联模式即集团旗下的上市公司之间进行吸收合并；建行模式即直接改制进行 IPO；中软模式即子公司反收购母公司。祝晶（2010）在《对我国企业换股吸收合并整体上市模式的研究》中指出对于央企而言，整体上市手段主要是两种：定向增发和换股吸收合并。谢菲（2011）《整体上市的模式以及其对公司影响的实证研究——来自沪深股市的证据》中提到，企业整体上市需选择自身适合的模式，一般分为综合模式和单一模式，综合模式是运用多种整体上市模式同时应用，而单一模式是指仅仅运用一种模式进行整体上市。

4.2 案例资料

4.2.1 美的集团整体上市的案例简介

1. 美的集团整体上市的方案简介

美的集团实施整体上市的模式为换股吸收合并的模式。美的集团通过发行美的集团股票，用于交换美的电器现有股东所持有的美的电器股票。在整体上市完成之后，美的电器股票进行注销，美的集团上市。

根据整体上市方案，美的集团此次的发行价为每股 11.56 元，美的电器对美的集团的换股价格为每股 15.96 元（除息后为每股 15.36 元）。根据公告日前二十个交易日美的电器股票交易均价，此次换股价相对于每股 9.16 元的均价溢价比例达到 68.71%。美的集团对美的电器股票的换股比例为 0.3582 : 1（除息后为 0.3447 : 1），即每 1 股美的电器可以换取 0.3582 股（除息后为 0.3447 股）美的集团整体上市时发行的股份。在实施整体上市之前，美的集团股份总数为 10 亿股，本次发行 686 323 389 股（除息后），整体上市完成之后，美的集团股份总数为 1 686 323 389 股。见表 4-1。

表 4-1 美的集团换股吸收合并前后的股本结构变化

股东类型	换股吸收合并前		换股吸收合并后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
美的控股	598 500 000	59.85%	598 500 000	35.49%
珠海融管	121 800 000	12.18%	121 800 000	7.22%
鼎晖嘉泰	31 200 000	3.12%	31 200 000	1.85%
宁波美晨	30 000 000	3.00%	30 000 000	1.78%
鼎晖美泰	24 000 000	2.40%	24 000 000	1.42%
鼎晖绚彩	23 000 000	2.30%	23 000 000	1.36%
伟昭控股	11 500 000	1.15%	11 500 000	0.68%
方洪波	36 000 000	3.60%	36 000 000	2.13%

续表

股 东 类 型	换股吸收合并前		换股吸收合并后	
	持股数量 (股)	持 股 比 例	持股数量 (股)	持 股 比 例
黄健	30 000 000	3.00%	30 000 000	1.78%
袁利群	24 000 000	2.40%	24 000 000	1.42%
蔡其武	20 000 000	2.00%	20 000 000	1.19%
黄晓明	20 000 000	2.00%	20 000 000	1.19%
梁建伟	20 000 000	2.00%	20 000 000	1.19%
郑伟康	10 000 000	1.00%	10 000 000	0.59%
A 股公众投资者	—	—	686 323 389	40.70%
股份总数	1 000 000 000	100.00%	1 686 323 389	100.00%

资料来源：美的集团股份有限公司换股吸收合并公司报告书。

由表 4-1 可见，美的集团股权结构中包含了较多的机构投资者，主要有珠海融睿、佳昭控股、鼎晖嘉泰、鼎晖美泰和鼎晖绚彩。其中，珠海融睿和佳昭控股存在关联关系，整体上市完成后合计持股比例为 13.33%；鼎晖嘉泰、鼎晖美泰和鼎晖绚彩存在关联关系，整体上市完成后持股比例为 7.82%。整体上市完成后，美的控股持股比例由 59.85% 下降到 35.49%，但仍为美的集团控股股东。

对此次整体上市的换股吸收合并决议有异议的股东，集团公司提供了现金选择权。行使现金选择权的异议股东可以在现金选择权实施日申报行使现金选择权。现金选择权的定价为每股 10.59 元（除息后为 9.99 元），异议股东可以进行全部或部分申报行使，现金选择权的提供方为美的控股。

2. 美的集团整体上市的过程简介

美的集团通过换股合并的方式实现整体上市，整个过程耗时一年，具体情况如下。

(1) 2012 年 8 月 27 日，美的电器刊登重大事项停牌公告。

(2) 2012 年 9 月 24 日，美的电器刊登重大资产重组停牌公告。

(3) 2013 年 4 月 1 日，美的电器刊登换股吸收合并报告书及相关公告。

(4) 2013 年 4 月 22 日，美的集团和美的电器分别召开股东大会，审议通过本次交易的相关事项。

(5) 2013 年 7 月 31 日，美的电器刊登换股吸收合并报告书及相关信息披露文件。

(6) 2013 年 8 月 15 日，美的电器连续停牌至终止上市实施换股合并。

(7) 2013 年 9 月 12 日，美的电器刊登换股与现金选择权实施公告。

(8) 2013 年 9 月 18 日，美的电器股票终止上市，美的集团股票上市。

3. 美的集团整体上市的特点

(1) 美的集团采取换股吸收合并的方式整体上市。

美的集团通过换股吸收合并方式整体上市，其交易定价不同于一般上市公司重大资产重组以资产评估值作为定价参考的方式。目前，《上市公司重大资产重组办法》等相关法律法规并未规定是否对该类交易进行资产评估，因此美的集团的定价方法有较大的政策空间。



此次美的集团的发行定价更多考虑了其市场化因素。依照换股吸收合并的交易类型，对于美的集团换股价格的确定，首先以公司的盈利能力为基础，其次考虑到美的集团在本行业中的领导地位和优秀的公司管理水平，结合同行业上市公司的市盈率等指标，由此对美的集团进行估值定价。因此，美的集团的定价和市场因素之间的联系更为紧密，定价的依据更加能够反映资本市场的指标和参数，有助于反映市场价格变动趋势，但也存在一定的估值风险。

(2) 美的集团整体上市考虑了保护中小股东的利益。

美的集团整体上市方案中包含了补偿机制，如果本次重组后美的集团 2013 年度实现的归属于母公司所有者净利润低于 69.31 亿元，美的控股及 7 名自然人股东向美的集团做出补偿。补偿的方式为一次性补偿，补偿的种类为通过现金补偿。补偿范围包括美的集团整体上市后的盈利预测，对美的集团中小股东利益的保障更为全面。

目前法律法规并未对本次交易是否需签订盈利预测补偿协议做出明确规定，美的集团通过盈利预测补偿可以获得较好的正面影响：第一，可以树立公司正面形象；第二，可以维护美的集团整体上市后的股价稳定；第三，在一定程度上保护美的电器中小投资者的利益。

(3) 美的电器换股价溢价率较高。

美的集团此次整体上市换股价相对于市场同类换股吸收合并案例具有换股溢价率较高的特点。美的电器的换股价格为每股 15.96 元（除息前），根据美的电器停牌前二十个交易日的美的电器股票交易均价，溢价率高达 68.71%，该换股价率远超同期（自美的电器停牌至 2013 年 3 月 28 日）沪深 300 指数的平均涨幅（17.17%）。如果扣除大盘的影响因素，美的电器的换股溢价率仍超过 50%，见表 4-2。

表 4-2 2007 年以来换股吸收合并上市公司案例换股溢价情况

交易名称 换股价格（元）		被吸并方停牌前二十日	
		交易均价（元）	溢价率
广汽集团吸收合并广汽长丰	14.55	12.65	14.98%
中交股份吸收合并路桥建设	14.53	11.81	23.03%
金隅股份吸收合并太行水泥	10.80	10.09	7.04%
上海电气吸收合并上电股份	35.00	26.65	31.32%
中国铝业吸收合并山东铝业	山铝：20.81	15.93	30.65%
和兰州铝业	兰铝：11.88	9.29	27.84%
潍柴动力吸收合并湘火炬	5.80	4.88	18.76%
浙能电力吸收合并东南发电	4.90	3.47	41.12%
平均	—	—	24.34%

由表 4-2 可见，2007 年以来，换股溢价是换股吸收合并案例中的普遍现象。

其中，被吸收方较停牌前二十个交易日的溢价幅度最高为 41.12%，最低为 7.04%，均值为 24.34%。美的电器本次换股价格为每股 15.96 元（除息前），其 68.71% 的换股溢价大幅度高于类似换股吸收合并案例的溢价比例。

4.3 案例分析

4.3.1 美的集团整体上市前后财务指标分析

1. 偿债能力分析

企业的偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务,反映了企业的财务状况和经营能力。本文选取了四个偿债能力指标,通过分析这四个指标在美的集团整体上市前后的变化,来说明整体上市对美的集团偿债能力的影响。这四个指标分别是资产负债率、流动比率、速动比率、利息保障倍数(见表4-3)。

表4-3 偿债能力指标

比 率	2011.12	2012.12	2013.9 (整体上市)	2013.12
流动比率 (%)	1.15	1.09	1.12	1.15
速动比率 (%)	0.84	0.83	0.95	0.88
资产负债率 (%)	66.63	62.20	61.07	59.69
利息保障倍数	6.16	9.68	13.25	17.52
经营活动净现金比率 (%)	0.08	0.16	0.09	0.18

通过表4-3可以看出,美的集团的短期偿债能力在整体上市后得到增强,主要源于美的集团上市资产扩大后,其公司财务也扩大了规模。通过财务合理分配资金,能够集中管理企业集团的资金,这不仅提高了资金的使用效率,也增强了企业资产的流动性。同时,美的集团的资产负债率与同期相比也处于较为合理的范围,长期偿债能力也在整体上市后得到提高。美的集团的利息保障倍数和经营活动现金流量均有较大幅度增长,主要是美的集团并未采取过多的债务融资,业务发展稳定,销售收入增长稳定。总体上看,美的集团整体上市后的偿债能力增强。

2. 营运能力分析

营运能力是指企业运用各项资产赚取利润的能力,体现了企业营运资产的效率。本文通过选取四个指标来分析整体上市对美的集团营运能力的影响,这四个指标分别是存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率、总资产周转率(见表4-4)。

表4-4 营运能力指标

比 率	2011.12	2012.12	2013.9 (整体上市)	2013.12
存货周转率 (%)	6.01	5.35	6.22	6.50
应收账款周转率 (%)	15.94	10.38	9.13	13.60
流动资产周转率 (%)	2.46	1.78	1.55	2.01
总资产周转率 (%)	1.66	1.15	1.01	1.31

2012 年家电行业受到国内市场需求增长平缓、原有的家电补贴政策退出、持续房产调控等多种因素的影响,美的集团营运能力指标有所下降。从表 4-4 可以看出,美的集团整体上市之后,通过优化产品结构、简化组织层级等举措,营运能力指标都得到了提高。其中存货周转率上升了 21.50%,应收账款周转率上升了 31.02%,流动资产周转率上升了 12.92%,总资产周转率上升了 13.91%,这表明企业利用资产进行经营的效率得到有效提高,获利能力得到改善,营运能力有一定的回升。

3. 盈利能力分析

指企业获取利润的能力,是投资者获得投资回报的基础,也是管理层经营业绩的体现。本文选取了四项指标来衡量整体上市对美的集团盈利能力的影响,分别是营业毛利率、销售净利率、总资产净利率、每股收益。其中,营业毛利率反映了营业收入与其对应的营业成本之间的差额占营业收入的比重;销售净利率反映了企业在一定时期的销售收入获取的能力;总资产净利率综合反映了总资产的获利能力;每股收益则是市场中衡量公司获利能力的重要依据(见表 4-5)。

表 4-5 盈利能力比率

比 率	2011.12	2012.12	2013.9 (整体上市)	2013.12
营业毛利率(%)	19.12	22.56	23.28	23.27
销售净利率(%)	4.95	5.99	7.21	6.86
总资产净利率(%)	8.23	6.90	7.29	8.99
每股收益(元)	3.47	3.26	3.73	4.33

由表 4-5 可以看出,整体上市后的美的集团的营业毛利率同比上升幅度 3.15%,其增长的原因是企业产品结构的进一步优化,有效的成本控制和稳定的原材料供应成本等。美的集团的销售净利率同比增长幅度为 14.52%,主要的驱动因素为公司整体上市优化了组织架构,有效控制了管理费用,降低了营业成本。此外,2013 年美的集团的总资产净利率同比增长 30.29%,说明企业的获利及投入产出水平大幅度提高,盈利能力增强。

4. 能力分析

对企业成长能力指标的分析可以衡量企业的发展潜力和发展速度。本文采用了三个指标去分析企业的成长能力,即净利润增长率、主营业务收入增长率和总资产增长率。其中,主营业务收入增长率反映的是企业经营规模的增长速度和市场需求的成长速度,净利润增长率则反映了企业的获利能力和成长潜力,总资产增长率则用于衡量企业总资产的扩张速度和发展能力(见表 4-6)。

表 4-6 成长能力比率

比 率	2011.12	2012.12	2013.9 (整体上市)	2013.12
主营业务收入增长率(%)	21.65	-22.14	14.51	15.30
净利润增长率(%)	-7.30	-6.14	57.09	63.15
总资产增长率(%)	19.46	-5.27	11.23	10.50

如表4-6所示,整体上市后美的集团成长能力比率与整体上市前相比均有所增长。2012年,美的集团推进高质量增长战略,逐步提高中高端产品占比,削减了部分低毛利产品的销售,使得2012年收入同比减少。随着美的集团整体上市的完成,企业的主营业务收入开始回升,产品竞争力得到提升。此外,总资产增长率及净利润增长率的大幅度增加,进一步补充说明了美的集团并不是简单的依靠整体上市来扩张企业规模,而是通过合理优化产品结构来改善经营业绩,增加市场竞争力。总体来说,整体上市改善了美的集团的发展能力,提升了企业的发展潜力。

5. 杜邦体系分析

(1) 美的集团整体上市前后杠杆指标比较分析。

杜邦分析从股东权益出发,综合考虑各因素对企业经营成果的影响,是科学衡量企业财务绩效的重要依据。由于美的集团是2013年4月1日宣布实施整体上市计划,并于2013年9月18日完成了整体上市,因此选取了2012年与2013年的财务数据来综合分析美的集团整体上市前后的经营成果,具体分析见图4.1和表4-7,其中2013年的数据在前,2012年数据在后。

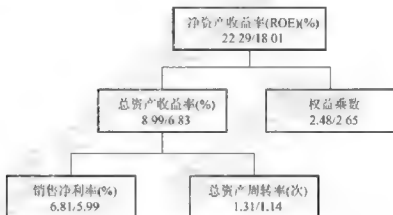


图4.1 2013年与2012年杜邦分析对比图

表4-7 2013年与2012年杜邦分析比率

(单位: %)

比 率	2013 年	2012 年
销售净利率	6.81	5.99
总资产周转率	1.31	1.14
总资产收益率	8.99	6.83
权益乘数	2.48	2.65
净资产收益率	22.29	18.01

通过图4.1及表4-7可以看出,美的集团净资产收益率在整体上市后增长幅度为23.74%。通过连环替代法分析其中三个因素对权益净利率变动的影响程度:销售净利率变动的影响为2.63%,总资产周转率变动的影响为3.13%,财务杠杆变动的影响为1.48%。

因此,对净资产收益率最不利的影响因素为财务杠杆变动,主要原因是美的集团换股



合并后股本溢价导致股东权益短期内大幅增加。但美的集团的销售净利率与总资产收益率均有所提高，表明其盈利能力进一步增强。

(2) 美的集团行业横向杜邦核心指标比较分析。

净资产收益率能够减少分红送股对企业每股盈利的影响，可以衡量上市公司资本利用的效率，反映投资的收益水平及获利能力。通过对企业的净资产收益率进行同行业的横向比较，更有利于分析整体上市是否增强了美的集团的获利能力和市场竞争力。

从图 4.2 可以看出，美的集团整体上市后的净资产收益率略低于行业均值，相对其主要对手格力电器和青岛海尔有一定差距，主要是美的集团整体上市前较长时间推行规模导向的公司战略，收入规模相对具有一定优势，但净利率水平存在提升空间。整体上市更有利于美的集团的利润导向战略转型和产业链的调整，对净资产收益率有进一步的提升作用。

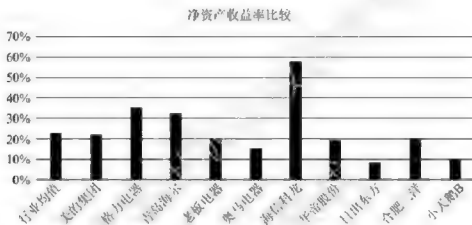


图 4.2 净资产收益率比较

此外，通过对企业的每股收益进行横向比较，能够更加全面的分析整体上市是否提升了美的集团的市场价值和竞争力，具体情况如图 4.3 所示。

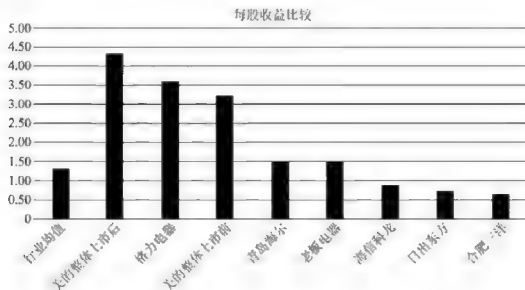


图 4.3 每股收益比较

通过图 4.3 可以看出,美的集团在整体上市后每股收益增长幅度 32.82%,并且也显著高于行业均值,在家电行业中每股收益跃居第一。对于投资者来说,投资者更倾向于购买每股收益高于行业均值水平的股票,因此整体上市使美的集团在二级市场获得了更大的吸引力,有利于实现股东价值的提升。

4.3.2 美的集团整体上市对经营业绩的影响及股价变动分析

1. 美的集团整体上市对经营业绩的影响

(1) 偿债能力。美的集团整体上市后,加强了集团公司的资金统一管理,提高了资金的使用效率,其短期偿债能力在整体上市后得到增强。美的集团在财务政策上也较为稳健,资产负债率也较为合理,长期偿债能力也在整体上市后得到提高,企业支付利息费用的能力大幅提升。

(2) 营运能力。美的集团整体上市之后,通过优化产品结构,简化组织层级等举措,提高了企业利用资产进行经营的效率,获利能力得到改善,营运能力有一定的回升。

(3) 盈利能力。美的集团整体上市后,通过优化产品结构,逐步提高中高端产品占比,削减了部分低毛利产品的销售,使营业毛利率得到提高。同时,整体上市也优化了美的集团组织架构,有效控制了管理费用,降低了营业成本,销售净利率得到较大幅度提高。美的集团总资产净利率同比增长,说明企业的获利及投入产出水平得到大幅提高,改善了盈利能力。

(1) 成长能力。随着美的集团整体上市的完成,企业的主营业务收入开始回升。一方面是由于行业需求的增长,另一方面也得益于美的集团产品结构的优化,增强核心竞争力来提升经营业绩。

2. 美的集团整体上市前后股价变动分析

(1) 整体上市公告日前后的市场反应。

由于美的电器在 2013 年 1 月 1 日刊登美的集团整体上市方案,即换股吸收合并报告书,所以本文选择以 2013 年 1 月 1 日为时点对比分析美的集团整体上市前后的股价变化。

美的电器的股票在 2012 年 8 月 27 日到 2013 年 3 月 31 日之间处于停牌,为了分析市场对美的集团整体上市的反应,本文选取了此区间前后十个交易日的收盘价。为了方便画图,我们将公告当日记为 0,公告前一天记为-1,公告后一天记为 1,以此类推,具体如图 4.4 所示。

从图 4.4 可以看到公告日前,美的电器股价小幅下调,波动平缓。在整体上市公告日后,美的电器的股票保持了持续的上涨态势。在 2013 年 4 月 1 日当天,美的电器的股价涨幅达到 10.02%,在随后的三个交易日又连续涨停,股价达到 13.41 元,四个交易日累计涨幅高达 46.41%。随着市场中投资者对美的集团整体上市消息的吸收,美的电器的股价增长开始放缓。由此可见,美的集团整体上市的事件在证券市场中反应是积极的,对美的电器股东短期财富影响显著。

(2) 整体上市前后股价的变化趋势分析。

为了更好地反映美的集团整体上市实施前后的股价变化趋势,我们选取 2012 年 1 月 1

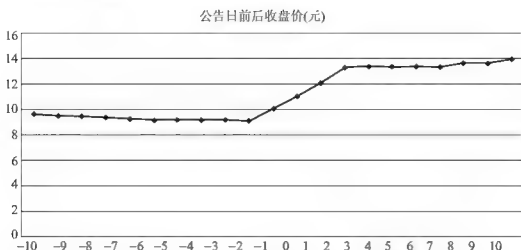


图 4.4 公告日前后市场反应图

日到 2013 年 12 月 31 日为数据区间, 以此来分析美的集团整体上市对股东长期财富的影响, 具体情况如下图所示。

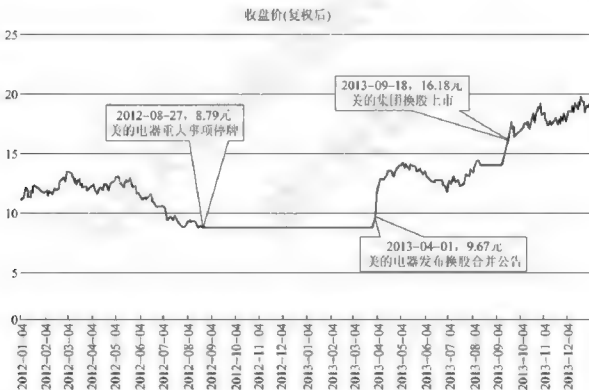


图 4.5 整体上市前后美的集团走势对比图

图 4.5 所表示的是从 2012 年 1 月 1 日到 2013 年 12 月 31 日美的集团整体上市前后美的集团股票价格的走势。2013 年 9 月 18 日, 美的集团以每 0.3447 股换 1 股美的电器的方案上市, 美的电器股票下市。在图中可以看到整体上市前美的电器股价呈向下趋势, 直至 2012 年 8 月 27 日美的电器停牌。在美的集团整体上市后, 其股价开始了持续上涨, 主要得益于换股合并方案中换股价的高溢价和美的集团 2013 年业绩高增长的支撑。截至 2013 年 12 月 31 日, 其股价对比整体上市前美的电器停牌日累计涨幅高达 117.86%。总体来看, 整体上市对美的集团的长期股东财富具有提升作用。

3. 美的集团整体上市对财务绩效影响原因分析

(1) 关联交易减少, 使利润留存企业。

由于集团公司与上市公司的业务普遍都具有同质性, 因而关联交易的发生难以避免。频繁的关联交易, 容易损害上市公司的独立性, 降低公司在市场中的竞争力, 并会给上市公司带来经营风险。

实现整体上市后, 美的集团的公司管理开始向职业经理人制度转变。由于整体上市降低了控股股东的持股比例, 控股股东不会再对上市公司利用关联交易进行“挖掘”, 而是更希望通过注入其他资产、横向并购或纵向兼并来优化上市公司所处的产业链。通过整体上市, 才真正使投资者的利益得到有效保障, 公司的整体运作得到提升, 促进公司经营的健康发展。

(2) 改善了公司治理结构, 提升了管理协同效应。

美的集团整体上市后, 美的电器注销, 企业的组织架构趋于扁平化, 有利于集团企业的统一管理。整体上市有利于美的集团接受机构投资者的监督管理, 对中小投资者而言, 公司的运营管理也更加透明化, 有利于促进改善治理结构, 增强集团公司的市场竞争力。

美的集团将其他业务板块和大家电板块进行合并, 产生了管理协同效应。美的集团的大家电业务在产品及生产环节上和家电业务有相似之处, 通过对人员、机器设备等资源的合理配置, 能更好地实现管理协同。整体上市后, 美的集团的业务板块之间能够利用的管理资源也相互增加, 有利于管理人员相关交流管理经验。企业层级减少了, 监督管理人员也相应地减少, 这有利于节约集团的人力成本, 提高决策效率, 从而也提升了管理协同效应。

(3) 形成了规模优势, 扩展了经营协同效应。

经营协同是指由于不同企业在生产或业务上具有互补性, 而将这几个企业合并为一个企业。经营协同效应是指, 经过合并, 这几个企业都能够增加收益或节约成本, 在企业的经营管理中形成了正面效应。整体上市也给美的集团带来了经营协同效应, 主要表现在以下两个方面。第一, 整体上市后的美的集团完善了产业链, 共享了销售渠道, 有利于产业资源的有效配置, 发挥协同效应, 实现规模收益。从经营协同的角度, 美的集团业务板块中的电机业务和物流业务可以对家电核心业务起到更好的支撑作用, 实现研发、制造、销售、配送一体的完整产业链, 有助于产品的结构调整和升级。第二, 通过整体上市, 美的集团对其产能进行了系统性的规划, 并且对其公司结构也进行了合理的布局。为了使公司对市场需求的变化更加敏感, 美的集团综合考虑了区域辐射、供应配套、物流成本等多种要素, 在采购、品牌、技术、渠道等方面充分实现资源共享, 形成了较好的经营协同效应。

(4) 降低了公司的交易成本, 改善了财务协同效应。

要形成财务协同效应必须具备三个条件: 第一, 上市企业与所属的集团公司之间的自由现金流量能够互补; 第二, 上市公司急需大量成本较低的自由现金; 第三, 企业可以通过调整资金预算安排等方式合理安排资金的时间分布, 促进财务协同效应得到最大的发挥。

美的集团通过整体上市, 可以获得财务方面的协同效益, 这种协同效益主要体现在以



下两个方面：一方面，美的集团通过整体上市，将大家电以外的业务注入上市公司，降低了集团公司的各个业务板块之间的交易成本，有利于企业对产业资源的统一管理，从而实现财务协同；另一方面，美的集团通过整体上市扩大了企业的规模，同时，美的集团利用美的财务公司进行统一资金管理，这使得美的集团的整体融资能力获得了提高，其运用财务杠杆能力也进一步增强，这为美的集团的长远发展提供了可靠的保障。

4. 总结和启示

(1) 总结。

① 美的集团整体上市有利于完善产业链，实现协同效应。

美的集团通过整体上市，将统一的战略布局和管理模式具体落实到家电业务的发展中，通过资源的优化配置实现协同效应。通过吸收合并产生的协同效应有利于减少企业的综合成本，提升运营水平，有利于美的集团的战略规划和长远发展。

美的集团实现整体上市后，通过将小家电业务、电机业务和物流业务注入上市公司，形成了以家电业务为核心，电机业务和物流业务作为产业支撑的完整产业链，整合了企业的产业资源，增强了产业的竞争力，有利于协同效应的实现。同时，美的集团通过整体上市，完善了产品种类，全面覆盖了大小家电市场中的主要产品品种，改善了产品结构，提升了产品的竞争力。

美的集团整体上市，可以将战略规划落实在产业结构与产品结构上的科学调整上，满足需求动向的调整和市场规模的扩大。同时，产业资源的合理配置增强了美的集团在人员、设备、技术、销售等环节的整合与流动，通过资源共享实现了协同效应，提升了公司绩效。

② 美的集团整体上市提高了经营业绩及股东财富。

通过整体上市，美的集团的经营规模进一步扩大，企业的盈利能力得到增强。通过战略调整和结构优化，美的集团的成长能力也得到提高，增强了美的集团的核心竞争力。2013年，美的集团的营业总收入突破1200亿元大关，同比增长18.06个百分点。其中，大家电业务为营业收入占比最高的业务，同比增长23.15个百分点；小家电业务继续维持行业中的领先地位，同比增长8.08个百分点；电机业务和物流业务分别同比增长了9.77个百分点和3.96个百分点。2013年美的集团的整体毛利率为23.28%，同比上升0.72个百分点，主要原因是整体上市后进行了产品结构升级，加强了成本管控，减少了管理层级，提升了企业的盈利能力。

从股东财富角度，整体上市对美的集团也有着显著影响。美的集团换股合并公告日当天，美的电器的股价涨幅达到10.02%，在随后的三个交易日又连续涨停，股价达到13.44元，四个交易日累计涨幅高达46.41%。美的集团整体上市的事件在证券市场中反应是积极的，对美的电器股东短期财富影响显著。从长期绩效来看，在美的集团整体上市后，其股价仍维持了长时间上涨，主要得益于换股合并方案中换股价的高溢价和美的集团2013年公司业绩的高增长。截至2013年12月31日，其股价对比整体上市前美的电器停牌时的股价累计涨幅高达117.86%，对长期股东财富的正效应明显。

③ 美的集团整体上市提高了公司治理效应。

学术界普遍认为在一定范围内，股权结构与企业的经营存在区间效应，而合理的股权结构能为企业创造更高的价值。利用分拆上市方式实现上市时，其对大股东不合理的

资金占用、关联交易等现象无法避免,从而导致公司治理环境的恶化。通过整体上市,可以有效减少大股东通过关联交易进行利益输送等行为,增强对企业运作的管理监督。美的集团整体上市使其完善了职业经理人管理制度,同时引入独立的机构投资者对企业的运营进行更为专业的监督。整体上市也使得美的集团的经营决策拥有更高的透明度,能够更大程度地接受公众监督,形成长效的治理体制,规范职业经理人的经营管理,保障投资者的利益。

美的集团的职业经理人管理体制在我国的民企发展中走在前列。美的集团通过内部培养的体制,保障了核心管理团队成员的忠诚度和团队合作能力。此外,在整体上市后,美的集团实施了管理层的股权激励计划,提高了核心管理层与技术骨干的积极性,也吸引了大批优秀人才,保证人力资源的充足性和高质量,为公司治理机制的长期发展提供保障。

④ 美的集团整体上市增强了市场竞争力。

通过整体上市整合了美的集团的产业资源,实现了内部资源的共享,促进了产品结构的升级,提升了产业链的协同能力,保持了美的集团在家电行业中的领先地位。表4-8为2013年与2012年美的集团家电业务主要产品的市场占有率。

表4-8 家电行业主要产品零售额市场占有率

家电产品品种	2013 年		2012 年	
	市场占有率	市场排名	市场占有率	市场排名
空调	21.6%	2	19.7%	2
冰箱	7.3%	6	6.5%	5
洗衣机	16.8%	2	16.5%	2
电饭煲	42.9%	1	42.7%	1
电磁炉	47.4%	1	46.0%	1

资料来源:美的集团股份有限公司吸收合并公司报告书。

从表4-8可以看出,美的集团的大家电业务在整体上市后提高了市场份额,增强了产品竞争力。同时,小家电业务中多项产品的市场占有率位居行业第一位,小家电产品龙头地位更加稳固。

(2) 启示。

根据上述案例分析可以发现,实现公司整体上市不仅是公司发展的需要,也是促进公司主营业务资产整合的需要。但从目前市场情况来看,由于受到国家严格的法规政策限制,公司进行整体上市还需面临诸多挑战。而从另一方面来看由于一些公司自身的经营状况不佳,导致了在证券市场上频频出现上市公司大股东侵占上市公司利益的现象,国家必须出台切实可行的政策保护大多数股东的利益。因此,当前存在供给和需求不平衡的情况,有很多亟待整体上市的公司并不完全具备上市所需的经营业绩和资格。基于对美的集团整体上市的案例分析,本文得出几点启示。

① 集团公司应选择适合自己的整体上市方式。

美的集团此次采取换股合并的方式进行整体上市,是在IPO的重启时间不明确的情况



下进行的。在此背景下,美的集团通过换股吸收合并的方式进行整体上市,成为政策限制的特殊条件下的IPO方式。

该模式的优点在于集团公司无须进行新的融资,不必支付大量现金就可实现规模的快速扩张,从而减轻了对资本市场的资金压力,因而比较受到二级市场的欢迎,能够带动股价的快速上涨;从规模效应的角度来说,换股并购与传统的使用资金进行并购相比代价更低,可以使双方互相利用对方的优秀管理资源,实现内部资源整合,完善经营管理流程,进而提升存续企业核心资产的营运效率,产生协同效应,实现规模效益的提升和产业的发展壮大。

在国内IPO重启时间不明的情况下,通过换股吸收合并的方式进行整体上市有很多优势。一方面能够避免长时间排队等待IPO,另一方面,吸收合并由并购重组委员会进行审核,与IPO相比审核流程更为简单,时间上也比IPO缩短不少。然而,换股吸收合并的方式也有不足之处,即不能和IPO一样对外融资。对于这类集团公司而言,募资并不是整体上市的首要目标。因此,美的集团采用的换股吸收合并模式在IPO关闭的特定情况下有一定的借鉴价值。

② 应重视完善集团公司整体上市后的财务治理结构。

职业经理人制度有利于企业经营管理的专业化,美的集团的职业经理人体制在国内民营企业中较为成熟,核心的管理团队均为内部培养,高层经理人对公司建立了较高的忠诚度。美的集团在整体上市前通过提高核心管理层的股权,提升了职业经理人的积极性,通过以业绩为基础的考评、激励方式,为美的集团职业经理人制度的长期开展打下了良好的基础。

通过加强对经理人的激励和监督,降低管理层与股东之间的代理成本,可以看到大股东对改善上市公司的公司治理是有一定积极作用的。如果控股股东通过加强监督而能获得更多的收益,且收益大于所付出的成本,则会主动实施各项监督措施来保证企业的健康发展。美的集团在整体上市后,也加大了社会公众股东与机构投资者对其监督力度,有利于公司财务治理的规范化。

③ 上市公司应以整体上市为契机,促进主营业务深度整合。

由于美的集团换股合并吸收了公众股份,其上市之后的公司治理应更加谨慎,需要在不影响公司正常盈利能力的情况下,平衡各方面的利益。特别是在加强公司主营业务的产业关联度方面,应避免由于实施多元化经营战略造成的核心主营业务盈利成长能力滞后等情况。这就需要集团对其所属的非核心主营业务以及相关资产进行整合,剥离效率低下的产业板块,对不良资产进行优化重组,从而提高企业的经营能力,提升公司核心竞争力。

企业的整体上市虽然会为企业发展注入大量的资金,扩大企业融资渠道,带来资本市场上的新机遇,但其是否能够化解企业由于经营不善带来的风险以及是否能全面提升企业的整体价值仍是需要探索的问题。企业在整体上市后由于没有处理好内部业务的整合,或是不适应进入资本市场之后的经营环境而导致经营失败或是破产的例子也并不少见。

为了充分发挥整体上市之后的优势,从根本上提升企业价值,在对企业的主营业务的整合中还应注意以下方面:第一,注重人才的培养,以人为本。应加强和完善员工与管理者的沟通途径,建立有效的机构改革方案,发挥人力资源的最大作用,创造和谐高效的工作环境。第二,整合集团公司的组织结构,机动灵活。整体上市之后必然会带来组织

结构的调整,恰当的组织结构有益于提高企业的整体素质。在组织结构的调整上应注意各部门的专业化协作,提高组织效率。第三,加强企业文化的统一性,使其与企业制度相符。上市后企业经营的转变,需要公司治理层和管理层去学习和丰富新的经营理念。只有企业整体观念的普遍融合,才能最高效率地实现整合,优化各方资源配置。一套完善的管理制度配合新的企业文化,才能在上市之后促使企业抓住新的机遇,扩大产品市场的开发,提升经营业绩,以支撑和充分利用所注入的庞大资产。

④ 应加强上市公司整体上市过程监督,促进规范运作。

上市公司整体价值不断上升离不开资本市场的发达和完善。由于相关法律法规的不健全,上市公司的母公司为了向其子公司输送利益而发生各种关联交易的情况时有发生,这些都致使许多中小股东的权益受到损害而无处申诉。所以,政府及其相关监管部门应该切实履行好自身职责,制定和完善相关的法律法规政策,为证券市场的发展创造良好的平台和社会经济环境,从更高的层次上进行约束和规范,并且充分重视中小股东的相关利益。鉴于政府在我国证券市场建设中的重要作用,相关部门应加强上市公司整体上市过程中的监督,使其规范运作。大量数据和实践证明,资本市场是国民经济的晴雨表,其完善程度与一个国家的经济增长密切相关。对中小股东的保护越完善,相应的对控股股东的监控就越严格,这是一个完善的资本市场所不可或缺的主要条件。

由于美的集团此次整体上市并未进行资产评估,其定价方式缺乏法律法规的相关要求,且换股溢价率也高于其他同类案例,存在一定的估值风险。建议政府及其有关部门应出台更详细的政策、制定更具操作性的操作规范,本文有以下几点建议。

第一,规范整体上市公司的条件,将整体上市的标准具体化;

第二,确定定价基准日,定价标准必须详细以方便比照,对采用换股吸收合并方式整体上市的新股,要给予密切的关注并进行严格的审核;

第三,需制定衡量上市公司资产质量的标准;

第四,出台具体的政策,对损害中小投资者权益的行为进行惩罚;

第五,明确对拟整体上市资产的评估标准,对不同的整体上市方式细化标准;

第六,整体上市的中介机构也起着重要作用,应该加强对机构的监督,对操作不规范之处进行指导。

练 习 题

1. 谈谈整体上市的政策背景?
2. 整体上市的目的和作用是什么?
3. 整体上市的路径有哪些?

第5章

江苏阳光集团可转换公司债券

教学目标

通过对本案例的学习,学生应了解可转换债券的特点和构成要素,掌握可转换债券、股票和企业债券的比较,掌握上市公司发行可转换债券的法律规定,并结合江苏阳光集团案例理解可转换公司债券相关知识。



5.1 背景知识

【拓展知识】

5.1.1 可转换债券的特点和构成要素

1. 特点

可转换债券(Convertible Bond)是一种在一定时期内、依据法定程序和约定条件转换为普通股股票的公司债券,是一种典型的混合型金融产品。

2. 可转换债券兼有债券、股票和期权的特性

(1) 债券性。可转换债券有确定的债券期限和定期息率。投资者可以选择持有债券到期,收取本金和利息。

(2) 股权性。可转换债券具有股票属性,有“准股票”之称。虽然在转换成股票之前纯粹是债券,但持有人到期有权利按事先约定的条件将它转换成股票而成为公司股东,并参与企业的经营决策和红利分配。

(3) 期权性。可转换债券具有期权性,为投资者和发行人提供了形式多样的选择权,一些条款的设定可以使可转换债券的发行或投资极具灵活性、弹性和复杂性。

(4) 可转换性。可转换性是可转换债券的重要标志,持有人可按约定的条件将债券转换成股票。转股权是可转换债券投资者所享有的而一般债券所没有的选择权。可转换债券在发行时就明确约定债券持有者可按照发行时约定的价格将债券转换成公司的股票。如果

债券持有者不想转股,则可继续持有债券,直到偿还期满时收取本金和利息,或通过流通市场出售变现。

3. 构成要素

可转换债券由以下要素构成。

(1) 发行总额。发行总额由发行人根据公司经营、财务状况和拟投资项目的资金需要确定,一般不超过公司净资产的40%。

(2) 债券期限。期限3—5年,可由发行人根据具体情况确定。

(3) 票面金额。票面金额100元,最小交易单位为1000元。

(4) 票面利率。在不超过银行同期存款利率的前提下,由发行人合理确定。一般低于普通债券的利率。

(5) 利息支付。可转换债券应按年付息,且每年只支付一次,付息的具体办法由发行人确定并披露。

(6) 转股价格。上市公司发行的可转换债券的转股价格,以发行前30个交易日公司股票的收盘价格为基础,上下浮动一定幅度。

(7) 转换期限。上市公司可转换债券自上市之日起6个月后方可转换为公司股票,具体期限由发行人根据可转换债券的存续期和公司财务安排确定。

(8) 回售条款。可转换债券的投资者还享有债券回售给发行人的权利。一些可转换债券附有回售条款,规定当公司股票的市场价格持续低于转股价格达到一定幅度时,债券持有人可以把债券按约定条件回售给债券发行人。这是投资者向发行人转嫁风险的条款。

(9) 赎回条款。可转换债券在发行时可以附有强制赎回条款。规定在一定时期内,若公司股票的市场价格高于转股价格达到一定幅度并持续一段时间时,发行人可按约定条件强制赎回债券。这是保护发行公司及原有股东利益的一个条款。

(10) 转股价格修正条款。在不违反任何当时生效的法律、法规的情况下,发行可转换债券的上市公司可在存续期间降低转股价格,但降低后的转股价格一般不低于公司普通股的每股净资产和每股股票面值,这是保护投资者的一个重要条款。

5.1.2 可转换债券、股票和企业债券的比较

可转换债券的特殊性赋予债券持有人的权利是:投资人可以在将来的某一时间按约定的条件将持有的可转换债券按一定的比例转换为普通股票,也可以不转换。如果一旦转股,可转换债券就具有股票的属性,投资人可以充分享受发行人业绩增长和股票增长的潜力;不转股,投资人可以在债券期限内每年获得固定的利息收入。可转换债券的独特性使它不同于一般的股票和公司债券,对投资人具有很大的诱惑力。与股票和企业债券相比,投资于可转换债券的好处有以下几点。

1. 有底底的固定收入

可转换债券的利率虽比公司债券的利率低,但比股票的投资风险要小。



【拓展知识】



【拓展知识】

它有固定的利息收入和到期还本的保障，不像股票有可能血本无归。除此之外，可转换债券的回售条款的设计使得投资者在发行人经营不利的情况下，可将可转换债券按约定的条款以有利的价格回售给发行人，保证了投资者的保底收入。

2. 可转换债券的期权收益的无限性

可转换债券的期权价值随发行人的经营状况而变化。如果发行人的经营很好，股票价格上涨，则期权价值就上升，并且升值的空间较大，投资者可能获得颇丰的收益。而纯粹的公司债券的投资者无法享受发行人成长性带来的好处。

3. 可转换债券有较强的抗跌性

可转换债券的价值由两部分组成：直接价值和期权价值。可转换债券的直接价值是由票面利率和市场利率决定的；而期权价值由发行人的股票价格的走势决定，这种买入期权为投资者提供了附加的投机价值。影响可转换债券价值的因素主要是两个方面，一个是市场利率的变化；一个是股票的变动。市场利率的变动对其影响是较小的，影响可转换债券价值的主要部分是股票的变动方向及变动幅度。期权的价值随股票的价格增长而增加。可转换债券上市后，其价格和发行人股票价格保持同步增长。但是，可转换债券的价格并不随发行人股票价格同步下跌，说明其抗跌性比股票强。这主要原因是可转换债券的保底收益，它有固定收益作保障，又可以履行回售条款。可以说，可转换债券既有基本的价值保障、又能获起企业的成长带来的收益，其风险和收益是不对称的。

5.1.3 我国可转换债券发展情况与存在的问题

1. 我国可转换债券发展情况

迄今为止，我国可转换债券市场已有二十余年的历史。根据国泰君安数据库金融研究数据库提供的数据，本文整理出了自1991年至2013年年底的可转换债券发行情况，见表5-1。

表 5-1 可转换债券融资统计表

年份	1991	1993	1998	1999	2000	2002	2003	2004
发行家数	1	1	2	1	2	4	16	12
发行总量（亿元）	0.3	5	3.5	15	28.5	41.5	185.5	209.03
年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
发行家数	7	10	5	6	8	9	5	8
发行总量（亿元）	43.87	79.48	77.2	46.61	775.8	413.2	163.55	544.81

(1) 我国发行的第一只可转换债券可追溯到1991年发行的能源转债。当时的发行公司（海南新能源股份有限公司）并非上市公司；但所幸该公司在其可转换债券存续期内成功上市，此后约有30%的能源转债顺利转股，并在A股股票市场上流通。作为第一个

发行此特殊债券融资的先驱者,新能源为后续的再融资企业提供了宝贵的数据和经验,也一定程度丰富了我国融资市场。

而1993年上市的宝安转债则不幸陷入了困境。1992年11月,中国宝安集团股份有限公司公开发行3年期可转换债券,发行总量达5亿元,成为我国第一只上市交易的可转换债券。可转换债券的一般特征也在其身上得到了体现:发行规模大、利率低、期限短。尽管预期良好,宝安转债却遭遇了极度低迷的股票市场,以至于该公司股价大跌,仅有约2.7%的转债转股成功,余下的大部分被迫到期赎回,使得深宝安公司承担着巨大的还本付息压力,一时间财务风险重重。宝安转债转股失败案例使得众企业望洋兴叹,一定程度上导致了可转换债券的发行一度陷入长时间的停滞状态。

1997年,国务院证券委颁布了《可转换公司债券管理暂行办法》,规范可转换公司债券的发行、上市、转股及其他相关活动,以便加强管理。此后的一两年间,一些特殊形式的可转换债券诞生了:发行者为非上市公司,并不在发行时事先确定转股价格,而是由未来股票上市时的首次公开发行价格来决定。因此,这些转债能否成功转股便取决于发行公司是否能按计划顺利上市;于是乎,成者成就良好融资本钱,败者痛失上市良机并需偿还巨额债务。1999年发行的茂炼转债便是属于后者:由于大股东中石化的某些原因,其发行公司至今仍未上市。为了杜绝此类事件再度发生,2001年出台的《上市公司发行可转换公司债券实施办法》明确规定,只有目前已在我国境内上市的公司,才有资格发行可转换公司债券。此后,可转换债券的发行量连年增长,2004年的发行总量达到209亿元。

2005年,我国证券市场启动股权分置改革,全面暂停了再融资工作;2006年发布了《上市公司证券发行管理办法》后又再重新起步,并增加了可分离交易可转换债券这一交易品种。之后的几年里,可分离交易可转换债券占据了大约三分之二的可转换债券市场份额,可转换债券市场也由此极大地扩大了规模,2011年的发行总量达到775亿元的峰值。



【拓展知识】

自1998年至2013年底,我国可转换债券发行总量已达2 627.55亿元,其中已转股5 372万张,超过892亿元的可转换债券已经优先一步转股加入股票市场。可见其优良品性已经深入拟融资与已融资的企业心中,可转换债券已然在再融资市场上占据了一席之地。

不同于欧美国家发行可转换债券的普遍性,由于我国相关条例对发行公司条件的限定,非一般企业可进行此类融资;因此我国进行可转换债券融资的主体集中在主营业务突出、有竞争优势、成长性强烈且无重大风险隐患的行业。

(2) 以下表5-2为我国1991—2013年发行可转换债券公司(除茂炼转债和13福星债无法获得数据外)所属的行业统计,根据国泰安金融研究数据库所取得的数据整理所得。由上表可以看出,我国发行可转换债券融资最多的行业为C6金属、非金属行业,该行业已有19家上市公司发行转债融资;在此一级行业之中,又以C67黑色金属冶炼及压延加工业所占比例最大,共有9家参与发行;其他20个行业则零星分布,各有千秋。但一般做实证统计时,由于行业特征、统计口径不同等原因,会将金融保险行业的发行者剔除在外;本文也不例外。



表 5-2 可转换债券行业分类统计表 S

一级代码	一级行业名称	数量	二级代码	二级行业名称	数量
A	农、林、牧、渔业	1	A01	农业	1
B	采掘业	2	B01	煤炭采选业	2
			B03	石油和天然气开采业	1
C0	食品、饮料	3	C03	食品制造业	1
			C05		2
C1	纺织、服装、皮毛	6	C11	纺织业	5
			C13	服装及其他纤维制品制造业	1
C3	造纸、印刷	5	C31	造纸及纸制品业	5
C4	石油、化学、塑胶、塑料	10	C41	石油加工及炼焦业	1
			C43	化学原料及化学制品制造业	8
			C47	化学纤维制造业	1
C5	电子	1	C51	电子元件制造业	1
C6	金属、非金属	19	C61	非金属矿物制品业	1
			C65	黑色金属冶炼及压延加工业	9
			C67	有色金属冶炼及压延加工业	6
			C69	金属制品业	3
C7	机械、设备、仪表	10	C71	普通机械制造业	1
			C73	专用设备制造业	6
			C75	交通运输设备制造业	2
			C76	电器机械及器材制造业	1
C8	医药、生物制品	3	C81	医药制造业	3
C99	其他制造业	1	C99	其他制造业池	1
D	电力、煤气及水的生产和供应业	7	D01	电力、蒸汽、热水的生产和供应业	6
			D03	煤气生产和供应业	1
E	建筑业	1	E01	土木工程建筑业	1
F	交通运输、仓储业	10	—	—	

续表

一级代码	一级行业名称	数量	二级代码	二级行业名称	数量
			F03	公路运输业	1
			F07	水上运输业	4
			F09	航空运输业	1
			F11	交通运输辅助业	3
G	信息技术业	1	G87	计算机应用服务业	1
H	批发和零售贸易	1	H11	零售业	1
I	金融、保险业	6	I01	银行业	5
J	房地产业	3	J01	房地产开发与经营业	3
K	社会服务业	3	K01	公共设施服务业	2
			K34	旅游业	1
L	传播与文化产业	2	L20	信息传播服务业	2
M	综合类	1	M	综合类	1

2. 我国可转换债券市场目前存在的问题

近些年来,我国的可转换债券市场取得了一定的发展,但与西方成熟、发达的可转换债券市场相比,仍存在不小的差距。

(1) 可转换债券市场规模较小。

上一节的表5-1展示了可转换债券在我国的发展历程。我们可以发现这些年来,由于有关政策和整个市场环境的影响,可转换债券的发行总量几起几落,在2009年后开始了腾飞式的增长,并在2010、2011、2013年达到了775.8亿元、413.2亿元、544.81亿元的峰值,这三年的可转换债券发行总量占上市公司总筹资额的比例均超过了6%。虽说表面上看,这个市场已颇具规模;但是细看之下就会发现问题:2010年的775.8亿元中,仅中行转债和工行转债两家发行额就已占了650亿元;同样,在2011年的413.2亿元中,仅石化转债一家就占了230亿元;2013年的544.81亿元中,仅民生转债和平安转债两家就占据160亿元。因此,这几年的大额数字可以说是主要归功于几家大肆发行转债的企业,它们堆砌起了这些数字的大半壁江山。可想而知,除了这几个企业以外,我国发行可转换债券的上市公司实际发行规模一般,仍有很大的融资潜力,整个可转换债券市场的规模有待逐步扩大。

(2) 发行条款设计不太合理。

由于有关管理规定的限制,我国可转换债券的条款设计都较为雷同,缺乏针对性,较难满足投资者多样化的投资需求。

首先,我国可转换债券发行条款中设定的年限略短。一个项目的实施,从一开始的设计到投产到最后的收益返回(或亏损)需要较长的时间;而可转换债券设定的年限最长仅为6年,很可能未到收益显现的时候。这样一来便会影响可转换债券持有者的转股决定:未见收益,便不太想转股;怕转股后股价大跌损失惨重,因此这时不如选择收回本金拿到



利息更好。而持有人的决定又会对发行公司产生巨大的影响：如果转股失败，发行公司便要面临巨大还本付息压力，风险顿时大增。因此，若是能适当延长可转换债券年限，相信资金配置情况一定会更好。

另外，由于发行公司掌握着条款设计的主动权，因此发行条款往往偏向融资者的利益。例如，发行公司一般都会设定特别向下修正条款，以诱导持债人转股。从表面上看，该条款的设置是为了保障投资人在持有期内的权利；但在目前，上市公司为了减少自身财务压力，常将其过度使用，而损害了投资者的利益。同样，回售条款也是如此。虽本意是为了尽可能减少投资者的损失而设计了回售，但这些条件却往往复杂苛刻而难以启动，因此难以真正保障投资者的权益，长久来看不利于我国可转换债券市场的健康发展。

以上种种显示了我国可转换债券市场的巨大潜力；但美好的明天需要各方面的努力，只有相关部门、企业齐心协力，才能将整个市场建设得更好。

5.1.4 中外可转换债券融资比较

1. 发行公司数量较少，整体融资量小

截至2006年3月29日，在沪深两市挂牌交易的中国上市可转换债券总流通市值约为139亿元人民币，而当日沪深两市总的流通市值总共约为1万亿元，可转债市值所占比例仅为1.39%，是各交易项目中规模最小的一种。无论从发行公司数量还是实际融资量来看，这个比例都太小，与几乎同时发起的中国股票市场相比较，增长速度远远落后。如果跟国外可转换债券市场规模相比，则更是显得微不足道，缺乏对市场的影响力。

2. 发行主体范围狭窄

从目前国内可转换债券的发行主体情况来看，主要集中在重工业、电力、交通、金融等国有背景的大型企业，而且包括其他少数几个民营企业如雅戈尔等均为步入成熟期的企业。而从国外情况来看，可转换债券的发行主体范围是相当广泛的，而其中占据主要地位的是成长性的企业，这点在美国市场特别显著。从可转换债券理论方面来看，发行主体侧重于成长性企业是由于这类企业的股票具有较好的升值空间，有利于体现可转换债券的期权价值与转股特性。

我国可转换债券融资主体的特点有其政策性原因：试点制度遗留下的影响仍然存在，因而首先选择大型成熟型企业引入金融创新借以进一步推广；另外国内证券市场过重的投机气氛和近年内股市的长期低迷状态也使得成长型企业的股票表现与业绩关联性不大，只有部分成熟型上市公司从长期来看股价较为稳定，这也是造成发行主体范围过于狭窄的重要原因。

3. 可转换债券条款设计个性化不足，存在各种缺陷

相比于国外投资者导向的个性化可转换债券条款设计，国内发行的可转换债券条款普遍缺乏差异性，基本上都是以阳光转债和机场转债的条款设计为蓝本，造成这种现象的一个原因是《办法》对可转债条款设计的某些方面限定过于僵硬。例如《办法》规定中国上市企业发行可转换债券的期限为二至五年，而国外可转债的到期期限有七年、八年、十五年甚至二十年等多种设计。20世纪80年代以前，国外的可转债期限通常为二十年甚至更

长,虽然现在到期期限普遍缩短,但是一般也在七年左右。相比之下,国内可转换债券三至五年的期限显得太短,一则可转债的期权价值得不到体现,二则融资企业的投资项目无法与之很好的匹配,往往会造成到期还本付息时资金周转的困难。国内可转换债券条款设计对于转换价格的向下修正普遍遵循了国际惯例,以20%为触发条件,但是现实中鲜有修正发生,联系我国可转换债券往往在牛市转熊市的不当时机发行的现象,可转换债券的期权价值大打折扣,这样的触发条件有待商榷。

4. 发行企业信用评审制度与国外实际性的不同

国外资本市场的证券发行主体在证券发行之前必须经过权威的资信评估机构如穆迪和标准—普尔公司等进行信用评级,以此作为主要的信用门槛,这是一个成熟的市场化机制,发行者和投资者之间可以进行理性的市场博弈。而国内目前缺乏这样权威性的评估机构,现存的评级实际上只被作为参考标准,取而代之的只能是以政府法令的形式对发行主体进行“核准制”的硬性规定。《上市公司发行可转换公司债券实施办法》中规定,发行公司近3年净资产收益率须平均10%以上(而能源、原材料、基础设施类为7%),资产负债率不超过70%累计债券余额不超过公司净资产的40%等。这些条件虽然在一定程度上抑止了投机行为,稳定了金融市场秩序,但是同时也对发行主体做出了过于死板的限制。这些限制主要是指向发行企业本身而不是针对于所发行的证券,因而许多成长性企业虽然可能在未来具有高信用等级资产增值机会,却也被排除在融资行列之外。非市场化的核准机制、可转换债券信用等级的单一化使得发行者和投资者都失去了许多风险和收益的自由选择权。这些金融市场发展过渡阶段的特定状况都从客观上限制了可转换债券融资的进一步发展。

5.1.5 可转换债券发行建议

1. 对政府提出的建议

我国可转换债券发展的历史尚短,因此法律法规尚不完善;但是可以看到每隔几年都会出台相关管理办法,这对可转换债券市场的健全与成熟具有非同寻常的意义。由于我国股权结构的特殊性,发行公司的管理层对发行可转换债券时对条款设计等方面具有绝对的话语权,这就使得拟发行的可转换债券很有可能成为公司圈钱的工具;因此,这便需要相关部门进一步完善对可转换债券发行的制度规定,加强对相关事务的监督。

(1) 适当放松对发行公司的条件限定。

对于可转换债券其在我国未成熟的特殊融资方式,监管部门是抱着非常谨慎的态度。而正是各种条条框框,限制了我国转债市场规模的发展。

按照目前的管理办法,发行公司必须同时满足若干个条件的情况下方可发行转债;仅这一条便已经让许多公司无奈停在起跑线上。按照规定,发行公司必须连续3年盈利,并且最近3年加权平均净资产收益率平均不低于6%。这表明监管当局为了规避风险,只鼓励历史业绩优秀的公司进行转债融资。而从国际可转换债券市场来看,许多规模小、风险大、成长性高的公司积极利用可转换债券融资,并且效果俱佳。处在这些环境下的公司,很有可能现况一般或是未能显示出优秀历史业绩,但正好就是缺乏一笔丰厚的资金来雪中送炭;由于其良好的成长性,很有可能获得阳光即可灿烂非凡。因此,随着我国可转换债



券市场的日益发展,可适时推出新的政策,适当放宽条件,鼓励更多的企业加入进来,通过发行可转换债券筹集资金,为公司的快速发展提供强有力的资金支持。这样一来,一众上市公司能够获得资金推动自身发展,投资者也有了更多的选择,可转换债券市场势必发展得越来越好。

另外,应适当延长可转换债券的期限规定。国外可转换债券存续期普遍为10—15年,而我则最长不得超过6年。适当延长可转换债券存续期,可以让投资项目在更长的期限内显示出其价值,可以让投资者更有可能看到回报,从而作出更合适的决策。

(2) 加强对发行公司、机构投资者的监督、管理。

目前国内外普遍存在上市公司人为操纵利润、粉饰报表的盈余管理行为,发行可转换债券的公司也不例外。这些行为一般都带有很强的目的性,通常都是为了促进可转换债券的发行、以及存续期内的转股。虽说都是不得已而为之,但此番做法容易混淆投资者的视听,长远来看不利于整个市场的健康发展。有关监管部门更需严格把关,除加强对发行前的盈余管理监控外,还需在转股高峰期多加留意。同时,在可能的情况下,扩大对上市公司业绩评价的范围,使用多元指标对上市公司绩效进行考核;由此一来,便大大增加了对利润数额、结构进行操作的难度,因此可以有效抑制利润操纵行为,减少其影响。除此之外,监管部门也应监督发行公司对外披露的信息,扩大其披露范围以及跟踪披露,使投资者对风险的性质、重要程度等有理性认识,从而更能全盘考虑作出理性决策。

占往今来,投资者与融资者之间一直都存在着信息不对称的问题。除了上市公司披露的报表、发布的消息以及各种新闻之外,机构投资者、金融中介的动向也为投资者传达了某种信号。在做投资决策时,很多投资者会认真地将上述二者的动向列入考虑范围,作为判断投资与否的标准之一。于是,看准了这一点的某些机构投资者便很有可能为了达到某些利己的目的,进行恶意炒作,发布虚假信息。这些做法无疑会扰乱市场的秩序,加剧信息不对称的程度,损害投资者的利益,降低民众对整个市场的信心。因此,在鼓励机构投资者发展的同时,要注重其诚信建设,加强对其监管力度。

2. 对拟融资公司的建议

虽说可转换债券的效益并未在本文的实证结果中展露出来,但无可否认,与其他方式相比,可转换债券融资具有独特的集股性债性于一身的优势;这点对于上市公司来说还是很有吸引力的。但由于各种原因,迄今我国上市公司仍未充分利用好这一工具;因此拟融资公司应结合自身情况综合考虑,利用最有效的融资方式融得资金。

(1) 合理设计可转换债券发行条款。

可转换债券的发行条款对发行之后可转换债券的走向有着巨大的影响;因此,发行者应该合理设计,使其充分发挥作用,使得资金得到最优配置。

首先,合理设置存续期限。期限越长,股价波动的可能性越大,可转换债券的内在价值也就越大。而且,应结合项目运转的预期情况来考虑期限问题,尽量使转股期靠近项目获得收益的预计时间,从而使得投资者乐意转股。

其次,合理利用转换条款与赎回条款。转换条款与赎回条款正是影响转股的最重要的条款,同时也是投资者考虑持债与否的最重要的判断依据。发行者应该合理利用转换条款和赎回条款,从而使资金达到最优配置。但同时要权衡好各方面的利益,尽力保全自己利

益的同时也要照顾着投资者的权益，万万不可顾此失彼。

(2) 合理选择发行可转换债券时机。

发行可转换债券的时机直接影响融资成本的大小。当股价较为低迷时，可转换债券对于投资者来说既是对本金的保障，又是对未来大收益的可能性，因此颇具吸引力；但当股价已经达到高位时，未来继续上升的可能性不大并且很有可能下跌，由此这时投资者往往对可转换债券热情度不高。因此发行者应选择新项目的投资初期或是在市场由低迷转向复苏时作为发行时机，这时候的投资者对上市公司未来的成长性最持有乐观态度。

(3) 保持合理的资产负债率。

从本文实证结果可看出，过高的资产负债率是不适宜公司的绩效发展的。将已发行的可转换债券在期限内转股能够降低甚至解除在可转换债券方面的债务，同时增加总股本；由此降低资产负债率，并且完善公司治理结构。所以，对于已发行转债的公司来说，应抓紧时机鼓励转股。对拟发行转债的公司来说，则可以考虑从自身条件出发，有效利用、设好发行条款，以便关键时刻推进转股。

(4) 维持良好的股权结构。

另一方面，本文的实证结果也显示了良好的治理结构可以推进公司发展；因此也建议上市公司不断完善自我，建立起良好的治理机制。适当提高第一大股东的股权比例，有利于提高股东对上市公司的监督，明确投资方向和目的；同时适当拉高其他大股东的持股比例，有利于各个股东之间的竞争，提高股权抗衡的力度，维持公司决策利益的一致性，从而推动公司有序发展。

3. 对投资者的建议

可转换债券这一类型的债券无论对于发行方还是投资方，都是一个较好的选择。因此，建议广大投资者们在投资方式的选择上，除了现有的常规投资方式外，可以适当考虑可转换债券这一品种；购进后时刻关注发行公司动向，有效实现自己权益，实现利益最大化；但也不可被可转换债券的优越性蒙蔽了双眼，事前应做好准备，尽可能多了解转债特性、看清发行公司本质，从而做出正确的判断。

5.2 案例资料

5.2.1 公司背景

1. 地理位置

公司位于我国经济最发达地区之一江阴的长江三角洲——江阴市东郊，北临长江，南接沪宁高速公路，京沪铁路，西靠江阴长江大桥，距上海虹桥机场仅一百分钟车程，距江阴港二十公里、张家港港口十八公里，交通十分的便利。

2. 主营业务

公司主要从事中高档精纺毛纺呢绒和服装的开发、生产和销售，目前，公司拥有年产精纺呢绒900万米，服装40万套之生产能力。目前服装业务收入增长幅度大，是最具发



展潜力的业务。

公司的主导产品“阳光”牌高档精毛纺呢绒，品质上乘，是国家经贸委支持的实现“以产代进”的主要品牌之一。“阳光”牌商标在同行业内唯一被国家工商局认定为中国驰名商标，是国际商标联盟《马德里协议》认定的保护商标。公司从发达国家引进了当代最先进的毛纺、服装生产设备，以最大的生产规模、最先进的设备和国际同步的先进工艺和设计，进入国际高档毛纺企业行列。2000年，公司被国家科技部认定为国家火炬计划重点高新技术企业。目前，公司的高档精纺呢绒产品形成了多品种、系列化的格局，其中多种产品被国家经贸委评为“国家级新产品”和“江苏省优秀纺织新品”。

3. 股东情况

(1) 江苏阳光股份公司。

江苏阳光股份公司是江苏阳光股份公司集团的核心企业，其前身是江阴市精纺毛纺厂，建立于1986年，集团公司成立于1993年7月17日，注册资本18 000万元。集团公司是一个集洗毛、制条、条染、纺织、染整、制衣为一体的国家大型一级企业。截止2001年12月31日，集团公司总资产30.41亿元，股东权益10.79亿元。2001年度净利润为9 073.63万元。

(2) 江阴市新桥精纺毛纺厂。

江阴市新桥精纺毛纺厂成立于1990年，注册资本为1 200万元，注册地为江阴市新桥镇，主营业务为精纺毛纱、针织绒、呢绒。

(3) 江阴市空调除尘设备厂。

江阴市空调除尘设备厂成立于1984年，注册资本为1 200万元，注册地为江阴市新桥镇，主营业务为玻璃钢、纺织空调设备、金加工。

(4) 江阴市石油机械厂。

江阴市石油机械厂成立于1962年，现注册资本为1 080万元，注册地为江阴市新桥镇，主营业务为石化炼油机械设备及配件制造。

(5) 江阴市郁青时装厂。

江阴市郁青时装厂成立于1991年4月，注册资本为600万元，注册地为江阴市新桥镇，主营服装制造及加工。江苏阳光股份公司的主要股东的持股比例见表5-3。

表 5-3 江苏阳光股份公司的主要股东的持股比例

主要股东	持股数(股)	持股比例(%)	股权性质
江苏阳光股份公司	151 079 415	48.36	法人股
江阴市新桥精纺毛纺厂	12 086 354	3.869	法人股
江阴市空调除尘设备厂	12 086 354	3.869	法人股
江阴市石油机械厂	12 086 354	3.869	法人股
江阴市郁青时装厂	6 043 175	1.936	法人股
佳信天地	1 530 000	0.49	流通股

续表

主要股东	持股数(股)	持股比例(%)	股权性质
周静	691 680	0.22	流通股
富民实业	483 650	0.15	流通股
国通证券	433 500	0.14	流通股
刘书文	433 500	0.14	流通股
合计	196 953 982	63.043	—

5.2.2 江苏阳光股份公司可转换债券发行概况

1. 基本情况

江苏阳光股份公司此次发行的可转换债券总额为 83 000 万元；发行数量为 830 万张；票面金额为 100 元；债券期限为三年；发行价格按面值平价发行；利率和付息日期：可转换债券按票面金额由 2002 年 4 月 18 日起开始计算利息，年利率为 1%。2003 年至 2005 年每年的 4 月 18 日为付息登记日。发行人在付息登记日 5 个工作日内完成付息工作。已转换为股票的可转换债券不再支付利息；初始转股价格为 11.16 元；转股起止日期：2003 年 4 月 18 日至 2005 年 4 月 18 日；可转换债券的担保人是中国银行无锡分行；发行方式：上网定价；发行对象为在登记机构开设人民币普通股股东账户的境内自然人和机构投资者（国家法律、法规禁止者除外），本次发行不向原股东安排优先配售；承销方式是余额包销；本次发行预计实收募集资金为 80 574.50 万元；可转换债券的上市流通时间是，本次发行结束后，发行人及主承销商将与上交所协商安排本次发行的可转换债券尽快上市。

2. 具体发行方式

本次发行经上海证券交易所同意，网上发行由主承销商国信证券有限责任公司通过上海证券交易所系统进行。

3. 发行公告情况

江苏阳光股份公司本次发行可转换债券已获得中国证券监督管理委员会证监发行字[2002]1号文核准。《江苏阳光股份公司发行可转换债券募集说明书摘要》公告刊登在 2002 年 4 月 12 日的《中国证券报》《上海证券报》及《证券时报》。

4. 江苏阳光股份公司可转换债券的主要条款

(1) 发行总额。

本次发行的江苏阳光股份公司可转换债券总额为 83 000 万元人民币。

(2) 票面金额、期限、利率和付息日期及其确定依据。

江苏阳光股份公司可转换债券的票面金额为 100 元。本次发行的可转换债券期限为 3 年，自 2002 年 4 月 18 日起至 2005 年 4 月 18 日（“到期日”）止。江苏阳光股份公司可转换债券票面利率为 1%，从 2002 年 4 月 18 日（“计息日”）起开始计算利息。江苏阳光股份公司可转换债券付息登记日为：2003 年 4 月 18 日，2004 年 4 月 18 日，至 2005 年 4 月



18日。付息日期自2003年4月18日起至2005年4月18日止。在付息登记日当日申请转股以及已转股的江苏阳光股份公司可转换债券不再支付利息，但与本公司人民币普通股股东享有同等权益。利息每年以现金支付一次。在付息登记日当日上交所收市后，登记在册的江苏阳光股份公司可转换债券持有人均有权获得当年的可转换债券利息。若付息登记日不交易，则以付息登记日前一个交易日上交所收市后的登记名册为准。本公司将在付息登记日之后5个交易日之内支付当年利息。在付息登记日前（包括付息登记日）转换成股票的可转换债券不享受当年度利息。每位江苏阳光股份公司可转换债券持有人当年应得的利息等于该持有人在付息登记日上交所收市后持有的江苏阳光股份公司可转换债券票面总金额乘以票面利率，结果精确到“分”，本公司将委托上交所按上述办法通过其清算系统代理支付江苏阳光股份公司可转换债券的利息。在2005年4月18日（“到期日”）之后的5个交易日内，本公司将按面值加上应计利息以现金偿还所有到期未转股的江苏阳光股份公司可转换债券（“到期转债”）。本公司将委托上交所通过其清算系统代理兑付到期转债的本息。

（3）可转换债券转股的有关约定。

① 转股的起止日期

自本次发行之日起12个月后至可转换债券到期日（2003年4月18日至2005年4月18日）为江苏阳光股份公司可转换债券的转股期。

② 初始转股价格的确定依据及计算公式

本次发行的可转换债券初始转股价格以公布募集说明书之日前30个交易日公司A股股票的平均收盘价格为基础，上浮一定幅度作为初始转股价格。

按此办法，初始转股价格的定价基础为10.71元。根据本公司2001年度第一次临时股东大会的授权，本公司董事会决定将初始转股价格定为每股11.46元，上浮幅度为7%。计算公式如下：

初始转股价格 = 公布募集说明书之日前30个交易日本公司A股股票的平均收盘价格 $\times (1 + 7\%)$

初始转股价格自本次发行结束后开始生效。

5. 转股的具体程序

（1）转股申请的声明事项及转股申请的手续。

江苏阳光股份公司可转换债券持有人可以依据本募集说明书的条件，按当时生效的转股价格在转股期内的“转股申请时间”，随时申请转换为本公司A股股票。

持有人申请转股将通过上交所交易系统按报盘方式进行。在转股期内上交所将专门设置交易代码供江苏阳光股份公司可转换债券持有人申请转股。持有人可以将自己账户内的江苏阳光股份公司可转换债券全部或部分申请转为本公司股票。持有人提交转股申请，须根据其持有的江苏阳光股份公司可转换债券面值，按照当时生效的持股价格，向其指定交易的证券经营机构申报转换成本公司股票的股份数。与转股申请相应的可转换债券总面值必须是1000的整数倍。申请转股的股份须是整数股。转股申请一经确认不能撤单。若持有人申请转股的数量大于该持有人实际持有可转换债券能转换的股份数，上交所将确认其最大的可转换股票部分进行转股，申请超过部分予以取消。

(2) 转股申请时间。

持有人须在转股期内的转股申请时间提交转股申请。转股申请时间是指在转股期内上交所交易日的正常交易时间，以下期间除外：①在江苏阳光股份公司可转换债券停止交易前的江苏阳光股份公司可转换债券停牌时间；②本公司股票停牌时间；③按有关规定，本公司须申请停止转股的期间。

(3) 江苏阳光股份公司可转换债券的冻结及注销。

上交所对转股申请确认有效后，将记减（冻结并注销）持有人的江苏阳光股份公司可转换债券数额，同时记加持有人相应的股份数额。

(4) 股份登记事项及因转股而配发的股份所享有的权益。

登记机构将根据托管券商的有效申报，对持有人账户的股票和江苏阳光股份公司可转换债券的持有数量做相应的变更登记。

提出转股申请的持有人在转股申请的第二个交易日办理交割确认后，其持有的因转股而配发的本公司普通股便可上市流通。因转股而配发的本公司的普通股与本公司已发行在外的普通股享有同等权益。

(5) 转股过程中的有关税费事项。

转股过程中有关税费需由持有人自行负担，除非本公司应该交纳该类税费或者本公司对该类税费负有代扣代缴义务。

6. 赎回条款

(1) 赎回期。

自本次江苏阳光股份公司可转换债券发行之日起一年后至江苏阳光股份公司可转换债券到期日止（2003年4月18日至2005年4月18日）为江苏阳光股份公司可转换债券的赎回期。

(2) 赎回条件与赎回价格。

① 自江苏阳光股份公司可转换债券发行之日起12个月至24个月期间内，如本公司A股股票连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的140%，本公司有权赎回未转股的阳光转债。当赎回条件首次满足时，本公司有权按面值102%（含当年利息）的价格赎回全部或部分在“赎回日”（在赎回公告中通知）之前未转股的江苏阳光股份公司可转换债券。若本公司首次不实施赎回，当年将不再行使赎回权。

② 自江苏阳光股份公司可转换债券发行之日起24个月至30个月期间内，如本公司A股股票连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的120%，本公司有权赎回未转股的江苏阳光股份公司可转换债券。当赎回条件首次满足时，本公司有权按面值102%（含当年利息）的价格赎回全部或部分在“赎回日”（在赎回公告中通知）前未转股的江苏阳光股份公司可转换债券。

自江苏阳光股份公司可转换债券发行之日起30个月至36个月期间内，如本公司A股股票连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的110%，本公司有权赎回未转股的江苏阳光股份公司可转换债券。当赎回条件首次满足时，本公司有权按面值102%（含当年利息）的价格赎回全部或部分在“赎回日”（在赎回公告中通知）之前未转股的江苏阳光股份公司可转换债券。



自江苏阳光股份公司可转换债券发行之日起24个月至36个月期间内，若本公司首次不实施赎回，当年将不再行使赎回权。（注：若在该交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；上述股票价格上涨的连续交易日的计算，以上述赎回条款中界定的特定月份为准，如跨越上述界定的特定月份，交易日不能连续计算。）

当赎回条件满足且本公司决定执行本项赎回权时，本公司将在该次赎回条件满足后5个月个工作日内在中国证监会指定报刊和互联网网站连续发布赎回公告至少3次，通知持有人有关该次赎回的各项事项；赎回日距首次赎回公告的刊登日不少于30日但不多于60日。

（3）赎回的支付办法。

当本公司决定执行全部赎回时，在赎回日当日所有登记在册的江苏阳光股份公司可转换债券将全部被冻结。当本公司决定执行部分赎回时，具体的执行办法视当时上交所的规定处理。

本公司将委托上交所通过其清算系统代理支付赎回款项。本公司将在赎回3个交易日后将赎回所需资金划入上交所指定的资金账户。上交所将在赎回日后第5个交易日办理因赎回引起的清算、登记工作。赎回完成后，相应被赎回的可转换债将被注销，同时上交所将按每位持有人应得的赎回金额记加持有人账户中的交易保证金。已被赎回的江苏阳光股份公司可转换债券，于赎回日后第1个交易日恢复交易和转股。赎回期满，本公司将公告本次赎回结果及对公司的影响。

7. 回售条款

（1）回售条件与回售价格。

在江苏阳光股份公司可转换债券到期日前一年内（2004年4月18日至2005年4月18日），如果公司A股股票收盘价连续20个交易日低于当期转股价格的70%时，持有人有权将持有的全部或部分江苏阳光股份公司可转换债券以面值102%（含当期利息）的价格回售予本公司。持有人在回售条件首次满足后可以不进行回售，首次不实施回售的，当年不应再行使回售权。

（2）回售程序。

在回售条件首次满足后的5个工作日内，本公司将在中国证监会指定报刊和互联网网站连续发布回售公告至少3次。行使回售权的持有人应在回售公告期满后的5个工作日内通过上交所交易系统回售申报，本公司将在回售申报期结束后5个工作日，按前款规定的价格买回要求回售的江苏阳光股份公司可转换债券。上交所将根据本公司的支付命令，记减并注销持有人的江苏阳光股份公司可转换债券数额，并加记持有人相应的交易保证金数额。

持有人的回售申报经确认后不能撤销，且相应的江苏阳光股份公司可转换债券数额将被冻结。回售期结束，本公司将公告本次回售结果及对公司的影响。

8. 附加回售条款

（1）附加回售条件与附加回售价格。

本次发行可转换债券募集资金投资项目的实施情况与公司在本募集说明书中的承诺相

比如出现变化,根据中国证监会的相关规定可被视改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的,持有人有权以面值102% (含当期利息) 的价格向本公司附加回售江苏阳光股份公司可转换债券。持有人在本次附加回售申报期内未进行附加回售申报的,不应再行使本次附加回售权。

(2) 附加回售条款。

在关于改变募集资金用途的股东大会公告后5个工作日内,本公司将在中国证监会指定报刊和互联网网站连续发布附加回售公告至少3次,行使附加回售权的持有人应在附加回售公告期满后的5个工作日内通过上交所交易系统进行附加回售申报,本公司将在附加回售申报期结束后5个工作日,按前款规定的价格买回要求附加回售的江苏阳光股份公司可转换债券。上交所将根据本公司的支付命令,记减并注销持有人的江苏阳光股份公司可转换债券数额,并加记持有人相应的交易保证金数额。

江苏阳光股份公司可转换债券持有人的附加回售申报经确认后不能撤销,且相应的江苏阳光股份公司可转换债券数额将被冻结。附加回售期结束,本公司将公告本次附加回售结果及对公司的影响。

9. 提前还本付息

根据《上海证券交易所可转换债券上市交易规则》的规定,可转换债券流通面值少于3000万元时,上交所将立即公告并在三个交易日后停止交易。

从可转换债券因流通面值少于相关法律法规而停止交易后至可转换债券到期日前,本公司有权按面值加上应计利息提前清偿未转股的全部可转换债券。如本公司决定提前清偿未转股的全部可转换债券,本公司董事会将在5个工作日内,在中国证监会指定报刊和互联网网站连续发布提前还本付息公告至少3次,公告中将载明提前还本付息的程序、价格、付款方法和时间等内容。上交所将根据本公司的支付指令,直接记加持有人相应的交易保证金,同时注销所有可转换债券。提前还本付息结束后,本公司将公告提前还本付息的结果及对公司的影响。

5.2.3 条款分析

可转换债券的条款的设计往往是很重要的,它涉及债券的发行是否顺利和将来的转股是否成功,既关系到发行人的利益,又关系到投资人的利益。江苏阳光股份公司可转换债券发行条款的设计具有合理性,它充分考虑了投资者的利益,使其有较大的投资价值。

1. 发行规模、利率和期限保障了投资者的利益

江苏阳光股份公司本次发行可转换债券8.3亿,2001年末期的资产负债率仅为6.21%,发行可转换债券之后,预计其负债率约为12%。一方面公司保持了足够的偿债能力,另一方面公司财务杠杆运用较充分,净资产收益率和每股收益都将有大幅度的提高,将为投资者带来较大的收益。

江苏阳光股份公司可转换债券利率为1%,利息每年付一次,比银行的活期存款要高,并且,投资者还可享受公司股价上涨带来的收益。银行一年期的存款利率是1.98%,三年期的存款利率是2.52%,三年后偿还本息,可见,江苏阳光股份公司可转换债券的1%的



利率是合理的。江苏阳光股份公司可转换债券本次募集资金的投资项目建设期都在一年之内,新的投资项目在三年内可产生5.12亿的营业现金流量,财务风险小,有充足的营运资金。江苏阳光股份公司可转换债券期限为三年,投资者如果不将可转换债券转换为股票,可以到期满时尽快收回本金,回避长期利率波动的风险,这极有利于投资者担保有利,无本金损失的风险。

中国银行作为江苏阳光股份公司可转换债券的全额担保,可转换债券的1%的年收益及到期的本金是有保障的,满足了投资者的保值增值的投资要求。

2. 转股溢价及转股价格调整方式有利于投资者

江苏阳光股份公司可转换债券的溢价比例为7%,以2002年4月6日前30个交易日收盘价的平均价格10.71元为基础上浮7%得到初始的转股价格为11.46元。当前的公司的股票价格处于历史的低位,阳光股价被低估,而溢价的设置并不高,保证了江苏阳光股份公司可转换债券有充足的获利空间。

3. 回售条款使得投资者的本息有保障

江苏阳光股份公司可转换债券的条款规定:在江苏阳光股份公司可转换债券到期口前一年内,如果公司股票收盘价连续20个交易日低于当期转股价格的70%时,持有人有权将持有的全部或部分江苏阳光股份公司可转换债券以面值102%(含当期利息)的价格回售给公司。回售条款的设置对债券持有人提供最低的本息收益保障,规避其在公司股票大幅下跌情况时转股的收益风险。

4. 赎回条款降低了江苏阳光股份公司可转换债券的市场风险

江苏阳光股份公司可转换债券条款规定:江苏阳光股份公司可转换债券转股期第一年内,如公司A股股票连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的140%,公司有权赎回未转股的江苏阳光股份公司可转换债券。

该条款意味着,当公司股价超过转股价在40%的涨幅以内时,投资者可通过江苏阳光股份公司可转换债券市场价格的上涨来享受这一增长,获得很高的投资收益,江苏阳光股份公司可转换债券在转股期第一年、第二年的上半年、下半年赎回条件分别是:公司A股股票连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的140%,120%,110%。条款还规定,当赎回条件首次满足时,若公司不实施赎回,当年将不再行使赎回权。通过赎回条件的变化,在给予投资者充分选择权和获利空间的情况下,可降低江苏阳光股份公司可转换债券被机构或庄家操纵的风险,保证江苏阳光股份公司可转换债券的顺利转股。

5. 转债安排与投资项目建设期一致

江苏阳光股份公司可转换债券发行一年后即进入转股期,投资者可以自由选择将持有的江苏阳光股份公司可转换债券转换成公司股票,此时,公司本次募集资金投资项目已基本开始产生效益,完全建成后,每年可为公司贡献1.3亿元净利润,保证公司每股收益和净资产收益率稳定增长。

6. 附加回售条款的保护

为进一步保护投资者的权益,江苏阳光股份公司可转换债券增设附加回售条款,即规

定如果发行人变更本次募集资金投向，转债持有人有权向发行人回售江苏阳光股份公司可转换债券。

5.3 案例分析

5.3.1 可转换债券的风险

1. 可转换债券到期不能转股的风险

可转换债券到期后，公司必须对未转债还本付息，如果因公司股票二级市场走势低迷、可转换债券持有人的投资偏好、投资项目未获得预期收益等因素导致可转换债券到期未能实现转股，将使公司在可转换债券存续期间承受持续的偿债压力，增加财务费用，并可能影响公司未来的发展规划。

2. 转股后每股收益、净资产收益率下降的风险

如投资者在短期内大量转股，本公司的净资产收益率可能由于净资产的大幅增加而降低，因此存在因净资产收益率下降引起的风险。

3. 可转换债券自身特有的风险

上市公司的可转换债券市场价格受到市场利率、票面利率、剩余期限、转股价格、上市公司股票价格、赎回条款、回售条款及投资者的心理预期等诸多因素的影响，其合理的定价需要投资者具有一定的理论知识。由于中国的资本市场还处于发展初期，市场效率正处于不断提高阶段，投资者对可转换债券的熟悉、认同和对江苏阳光可转换债券的投资价值的认识尚需一个过程。在江苏阳光可转换债券的发行、上市交易、转换等过程中，本公司股票的价格江苏阳光可转换债券的价格可能不能合理反映它们的投资价值，甚至可能会出现异常波动的情况，使投资者蒙受损失。

4. 兑付风险

在可转换债券存续期间，如果由于不可控制的市场环境变化，公司的经营活动没有带来合理的回报，公司的现金流可能会受到影响，虽然公司募集资金投资项目在较短的时间内即可产生效益，但是大部分项目投资回收期在5年左右，而可转换债券的期限为3年，如果公司不能从预期的还款来源获得足够的资金，可能使投资者持有的可转换债券本息不能按期得到兑付。

5. 利率风险

江苏阳光可转换债券为固定利率债券，一般来说，当市场利率上升时，固定利率债券的价值会有相应的降低，从而使持有人面临市场利率变动的风险。

5.3.2 行业分析

纺织工业是中国重要的传统支柱产业，总产值占全国工业总产值的11%左右。中国纺



织工业具有较强的国际竞争能力,2000年纺织工业进出口顺差高达381.93亿美元,为同期全国外贸进出口顺差的1.6倍。中国毛纺工业在国际毛纺行业中占有重要位置,精纺呢绒产业是我国毛纺业中技术最高、效益最好的部门,具有巨大的市场空间。

1. 纺织工业国内外基本情况

根据《亚太纺织服装工业论坛》有关资料显示,1960—1997年,全球商品贸易年均增长率为10.6%,而同期纺织品贸易增长为11.1%,高出5%,21世纪初期,世界贸易增长速度在6%~7%,而纺织品贸易增长将与此保持同步或略高的程度。

由于发达国家将进一步退出传统产业,世界纺织工业中心将不断向亚洲推移。另外,根据乌拉圭回合谈判达成的纺织品贸易协定,纺织品贸易将逐步取消配额限制,这将更快地促进发展中国家纺织工业的发展。与此同时,纺织工业正利用微电子技术和信息技术等新兴技术,通过智能型工具,实现自动化、连续化、柔性化生产,提高产品的质量和性能,缩短新产品周期,降低成本,由劳动密集型向资本和技术密集型转变。

中国是世界最大的纺织品服装生产大国,生产能力居世界首位。中国纺织工业具有全球竞争力,中国加入WTO具有更广阔的发展空间。

2. 毛纺织工业状况及发展趋势

(1) 国内毛纺织工业状况。

20世纪80年代以来,国内毛纺工业发展迅速,1981年全国生产能力仅为74万锭,1997年末达到108万锭,年均复合增长率达到了11.3%。按加工能力划分,我国毛条制造、纺纱、织造加工能力均列世界首位,洗毛能力列世界第二位,同时我国又是世界最大的羊毛进口国,毛纺工业在国际毛纺行业中也占有重要位置。

(2) 精纺呢绒面料—巨大的市场空间。

由于西装、职业装、休闲西服、女时装的流行,我国对轻薄型精纺呢绒的需求一直呈稳健增长之势。据中国服装协会的统计:1998年我国西服产量5489.63万件,大致需要1.7亿米精纺呢绒面料,加上西裤和时装用料,我国对轻薄型精纺呢绒面料的年均需要量可达2亿米;在高档优质面料中,国产所占份额比较小,每年我国花费在进口高档面料的外汇以亿美元计。国家经贸委要求2004年前后将国产轻薄型毛纺面料占毛纺面料用量的比重提高到40%,并实现对进口面料的替代,如果能在三年内替代进口的75%,等于增加间接出口3200万米,我国的轻薄型呢绒面料产量年均需增长50%以上。因此,精纺呢绒面料生产企业拥有巨大的市场空间。

(3) “十五”期间国家行业政策。

进入2000年后,毛纺行业利润总额和出口创汇都有较大增长。“十五”期间,国家对毛纺行业的政策是:毛纺工业要加快技术改造,在提高产品的出口竞争力方面,提高毛纺工业的总体技术装备水平,进一步发展外向型经济,扩大产品出口创汇。争取“十五”期间,在呢绒等几大品种中创建自己的品牌,在国外高档产品市场中占有一席之地。

3. 未来五年毛纺行业市场环境预测

首先,中国加入WTO,为我国扩大毛纺产品的出口和更好利用国际资源提供了可能。一是发达国家的市场还有较大空间,以日本市场为例,1998年进口毛织物1820万平方

米,我国出口占其市场份额还不足1/5;二是我国目前毛纺产品出口的档次还不高,出口价格仅为进口价格的60%左右,在美国市场上我国呢绒单价仅为先进国家的1/5左右,如果出口数量维持在现有水平,增加出口产品的附加值,出口额也能出现较大幅度的增长,三是加入WTO,毛纺企业可以利用取消羊毛配额的机遇,更好地利用好国际、国内两种资源,占领国内外市场。发达国家的传统毛纺业正在逐步萎缩,不断向发展中国家转移生产能力,为我国毛纺业发展提供了一定空间。1999年日本从澳大利亚进口羊毛量已下降了32%。2000年第一季度日本毛纺产品产量下降了14%。日前,日本纺织业者已将目光投在了中国等生产成本低廉国家。英国的粗纺能力在九十年代也下降了23万锭,精纺能力减少了36万锭。我国国民经济的持续、快速、健康发展,将有利地带动国内毛纺需求的增长。我国国内市场是世界上最具增长潜力的市场。日前,我国的人均纤维消费仅为S.5公斤左右,比世界平均水平低2公斤左右。研究资料表明,当人均GDP达到1000美元,纺织纤维消费会出现较快增长。国内市场的不断扩大,使我国纺织工业处于有利的竞争地位,具有充分的市场依托。

5.3.3 行业地位

1. 精纺呢绒行业龙头企业

江苏阳光股份公司是精纺呢绒面料行业中龙头企业。与国内同行业上市公司相比较,江苏阳光股份公司的主营业务收入和主营业务利润都列居首位,具体情况见表5-1。

表5-1 主营业务收入和主营业务利润

项目	年度	2000年	2001年
主营业务收入(亿元)		15.092	8.042
主营业务利润(亿元)		1.793	2.399
主营业务利润率		35.2%	29.83

由于高档产品在江苏阳光股份公司的产品中占有较多的比例,因此,江苏阳光股份公司的主营业务利润率要远远高于行业内公司平均水平。

2. 中国毛纺著名品牌

“阳光”牌商标在同行业内唯一被国家工商局认定为中国驰名商标,是国际商标联盟《马德里协定》认定的保护商标。

3. 国家火炬计划重点高新技术企业

江苏阳光股份公司从发达国家引进当代最先进的毛纺、服装生产设备,以最大的生产规模、最先进的设备和与国际同步的先进工艺和设计,进入了国际高档毛纺企业行列。目前公司的关键设备全部实现了现代化和自动化,在硬件的改造上达到甚至超过了国外著名生产企业的装备水平。以电子计算机为主体的现代电子控制技术已渗透于公司毛纺加工全过程,如数码控制纱线卷绕成形、电子配色和计算机辅助设计等,给新产品的开发生产提供了硬件条

件。2000年,公司被国家科技部认定为国家火炬计划重点高新技术企业。江苏阳光股份公司的产品技术含量高,高新技术产品在江苏阳光股份公司的产品结构中占有较大比例,2001年上半年,公司开发的SPF(大豆蛋白纤维)精纺面料、第二代天丝(TENCEL 100)细旦高级精纺呢绒、PEWLOW(晴纶长丝)精纺面料、金属纤维型精纺面料等新产品均被认定为国内首创高科技产品。目前,公司的高档精纺呢绒产品形成了多品种、系列化的格局,其中有多种产品被国家经贸委评为“国家级新品”或“江苏省优秀纺织新品”。

4. 优质的客户群体

江苏阳光股份公司的产品主要是以直销形式供应国内各知名品牌西服、时装制造企业,以及为金融、民航、电信、邮政、电力等行业职业服提供面料。许多国内知名的西服制造商都是江苏阳光股份公司的客户,几大主要的客户情况见表5-5。

表5-5 主要客户销售表

客户名称	销售金额(万元)	占销售总额比例
宁波雅戈尔	9 906.12	19.45%
上海杉杉	3 363.87	6.61%
宁波罗蒙	2 197.75	4.30%
北京藤氏	1 895.36	3.72%
宁波培罗成	594.12	3.13%
合计	12 957.22	37.21%

江苏阳光股份公司的产品进入了世界知名的服装厂家,如意大利的GFT,美国的CHARPS, BANANA, REPUBLIC等。

5.3.4 经营状况

1. 生产经营总体情况

江苏阳光股份公司以企业现代化、经营国际化为目标,以市场为导向,以科技为根本,不断调整和优化产品结构,建立健全营销体系,促进了生产经营的快速发展。公司高科技特色日益凸现,核心竞争力逐步形成,资产规模不断扩大,经济效益显著提高,走出了一条科技兴企、快速发展的成功之路。

2. 主营业务分析

江苏阳光股份公司主要业务为精纺呢绒业务及服装业务,目前,公司拥有年产精纺呢绒900万米,服装40万套之生产能力。2001年度,公司营业收入约80 415.7万元,同比增加约57.1%,净利润增加约5.5%,各项业务收入较前一年度均有较大幅度增长。精纺呢绒业务的收入增加约17.0%,占公司总收入的份额为69.6%。公司服装业务收入同比大幅增长约450%,占总收入的份额16.3%,为公司提供可观的盈利。公司服装业务较具市场竞争力,是目前最具发展潜力的业务。公司在服装业务领域的进展增强了公司经营的稳定性,提高了公司的盈利能力。公司2001年出口2 287.53万美元(约折合人民币18 918万元),增长约121%。

5.3.5 近三年公司主要财务指标

1. 偿债能力分析

1999年、2000年及2001年公司流动比率为6.23、3.28、3.94，在同行业中名列前茅。公司的速动比也保持了较高的水平，显示公司有充足的偿债能力。

2. 经营能力分析

从公司的经营能力来看，公司的存货周转速度在同行业中属于上等水平，而公司应收账款周转次数为7.87（2001年）、6.04（2000年）、6.52（1999年），显示公司有较好的经营管理能力。

3. 获利能力分析

从公司的获利能力分析指标来看，1999年、2000年、2001年分别为33.7%、35.2%、29.83%，在整个纺织服装板块，甚至上市公司群体中都属于较高水平。主要原因是公司不断推出高附加值产品。

4. 稳健的财务管理

江苏阳光股份公司财务政策稳健，对应收账款提取足额的坏账准备，存货跌价损失准备也充分提取。在公司2001年的存货结构上，产成品仅占其中的32.4%，原材料及自制半成品占了61.1%，存货占总资产的比重仅为6.7%，显示公司产品的积压情况基本上不存在。作为毛纺工业龙头企业的江苏阳光股份公司，其独具特色的经营管理方略，其良好的财务状况保证了公司的快速发展。

5.3.6 核心竞争力

1. 持续的技术创新

公司一直致力于用高科技改造我国传统毛纺工业，不断加大科技投入力度，提高产品的技术含量和附加值，公司能够独家生产“中华极品呢绒”等高品质、高附加值的产品。公司新产品WN8高级呢绒被国家科技部认定为国家级重点新产品；云裳高档精纺花呢、机可洗免烫精纺呢绒、澳诗弹花呢三只新产品通过了江苏省科技厅主持的科技成果鉴定，其中云裳高档精纺花呢被列入国家级火炬计划项目，机可洗免烫精纺呢绒被列入江苏省火炬计划项目。2000年，公司被国家科技部确定为“国家毛纺织染整工程研究中心工程化基地”，并被国家科技部认定为国家级火炬计划重点高新技术企业。

2. 广泛的国际合作

针对全球经济一体化的趋势和中国即将加入WTO的契机，江苏阳光股份公司确立了“力攀国际高峰，参与全球竞争”的目标，通过广泛的国际交流与合作，进军国际市场。公司引进了最先进的生产设备，聘请了澳大利亚、英国、意大利等国家的技术专家，紧跟世界前沿技术。先后与日本丸红公司、伊藤忠等跨国企业合作，为公司建立全球化营销取得了优势。广泛的国际合作，使江苏阳光股份公司在产品和技术保持与世界同步，并高起点地进入国际市场。



3. 成功的品牌战略

江苏阳光股份公司多年来坚持品牌战略,营造名牌效应,其主导产品“阳光”牌全毛精纺呢绒面料,以其质地高档、手感滑糯、色泽鲜艳成为行业公认的高档名品,已连续多年获得国家有关部委联合授予的“最畅销国家商品金桥奖”第一名。“阳光”牌精纺呢绒被定为江苏省免检产品和江苏省名牌产品。江苏阳光股份公司的产品具有相当高的知名度和美誉度,在国内外市场更具竞争力。

4. 快速适应市场需求的能力

消费者对面料和服装的品种、款式的偏好变化较快,对其质量和性能的要求不断提高。江苏阳光股份公司通过建立新产品开发与信息中心、营销网络信息处理系统加强对市场变化趋势的研究。同时公司通过采取新的生产工艺和管理手段进一步强化对市场变化的快速反应能力,使公司具有准确判断、掌握和应对市场变化的能力,保持了强大的竞争能力。

5. 产业纵向延伸,多元化经营

江苏阳光股份公司依托面料优势,进行产业纵向延伸,公司已建立了从原毛清洗,到服装加工的完整的生产线。2001年度公司服装业务收入较上年增长约150%,占公司总收入的份额增至16.3%,公司服装业务的毛利率达12%。公司努力推广威尼帝(VENETIA)和佳思丽(GINZALY)品牌,并扩大生产规模,增加高档职业服装的生产销售,这将是公司新年度利润增长幅度较大的业务。公司在高档服装领域的进展增强了公司经营稳定性,提高了公司的盈利能力。

5.3.7 发展规划

1. 经营发展战略

公司立足主业,确立了“力攀国际高峰,参与全球竞争”的发展战略。公司将坚持技术创新和技术改造,不断加大科技投入力度,进一步增强公司主营业务的竞争能力,加快打造国际化的现代企业,确立公司在国际市场的地位。

公司主要业务的经营目标是利用公司技术优势,积极开发适合市场需求的高新技术产品,扩大产品的国内市场占有率;在原来出口20多个国家和地区的基础上,充分利用我国羊绒、丝、麻的资源优势和先进设备工艺开发新产品,出口欧洲各国。公司产品将从精纺呢绒向高档品牌服装延伸,到2005年,争取面料、服装生产各占50%,内销外销各占50%。

2. 募集资金投资项目的投资金额、功能及新增税后年利润

(1) 利用特种纤维生产功能性高级呢绒技术改造项目。

该项目改造提高了产品的档次,年生产160万米,投资金额为18 848.1万元,新增税后年利润3 563.1万元。

(2) 特种纤维加工技术改造项目。

该项目的改造能够使公司整体的精梳色毛条加工档次和质量得到提高,投资金额为2 995.2万元,新增税后年利润1 151.0万元。

(3) 利用纳米技术开发新功能精纺呢绒技术改造项目。

该项目的改造能够使公司年产纳米新功能精纺呢绒 150 万米,提高毛纺产品抗静电、抗紫外、防菌等性能,投资金额为 2 910.10 万元,新增税后年利润 828.1 万元。

(4) 引进先进技术及设备、开发应用软件提高整理技术创新能力技术改造。

该项目的改造能够使公司整体提高产品档次,条染产品 400 万米/年,每米单价提高 3.5 元;匹染、印花 200 万米/年,每米单价平均提高 5 元,投资金额为 2 650 万元,新增税后年利润 665.7 万元。

(5) 收购江阴施威特毛纺织有限公司、江阴东升毛条有限公司纺织生产线。

收购之后可以充分发挥设备生产能力,降低产品的单位成本,提高产品销售竞争能力和公司盈利能力,投资金额为 13 000 万元,新增税后年利润 1 858.5 万元。

(6) 收购江苏阳光集团公司热电车间。

收购之后使得公司汽、电实现自给,形成完全独立的生产体系,与集团公司的关联交易将大大减少,并降低公司的经营成本,投资金额为 15 200 万元,新增税后年利润 2 074.9 万元。

(7) 增资江苏佳思丽时装有限公司。

该项目的实现能使公司的年利润总额可达 2 259.9 万元,利用公司面料优势,创造新的盈利点,增强公司经营稳定性,投资金额为 5 600 万元,新增税后年利润 1 514.1 万元。

(8) 成立江苏阳光股份公司进出口有限公司。

该项目的实现能够加强公司的品牌建设和营销网络建设,在扩大出口创汇的同时代理或进口国内市场急需的技术和产品,在原自营出口的基础上大幅度提高外贸量,增加投资效益,投资金额为 9 000 万元,新增税后年利润 1 905 万元。

(9) 补充上述项目流动资金。

上述项目共需资金 80 574.5 万元,拟投入本次募集资金 80 574.5 万元实施上述项目。资金缺口将通过银行贷款等途径解决,若按以上投资计划投资以上项目后有剩余,所余资金将用于补充公司生产经营流动资金。

5.3.8 江苏阳光股份公司面临的风险分析

江苏阳光股份公司尽管在行业中是佼佼者,经营状况良好,并具备较强的竞争优势,但由于部分环境因素的不可预测性和该行业固有的特性,江苏阳光股份公司也面临来自各方面的风险的威胁,具体表现为以下几个方面。

1. 市场风险

(1) 市场周期的风险。

精纺呢绒主要应用于服装行业,所以公司精纺呢绒的销售对服装消费市场的周期性变化极为敏感。公司面临的市场周期性风险主要来源于服装消费市场每年随季节周期性的变化,相应导致本公司的经营存在一定的季节周期。公司产品销售淡季集中在春夏季节,在秋冬季节供不应求,这种波动性会给公司现金流量的稳定性带来一定影响。

(2) 市场饱和的风险。

我国精纺呢绒市场前景广阔,又是一个附加值较高的产业,竞争非常的激烈。随着我国市场开放程度的提高和进出口关税的降低,国外产品进入,行业竞争更加激烈。因此,本公司产品存在市场饱和的风险。



(3) 消费者偏好变化的风险。

纺织面料和服装市场在国内是高度竞争的市场，也是典型的买方市场，消费者对服装的品种、款式的偏好变化较快，对其质量和性能的要求不断提高。因此对市场变化趋势的判断准确与否，以及产品的质量和性能能否不断提高将影响公司产品的销售定价，从而影响公司的销售收入。

(4) 产品外销风险。

公司2001年度产品外销额约占总收入的23.1%，随着公司产品档次和技术水平的提高，生产规模的不断扩大，产品外销份额和生产经营的国际化程度将进一步提高，公司将更多、更直接地参与国际市场竞争。国际市场上的供求关系和产品价格的变化，将直接影响公司产品的外销数量 and 经济效益。

2. 业务经营风险

(1) 重要原材料供应的风险。

公司生产所需要的原材料高等级羊毛主要从澳大利亚进口。高等级羊毛原料价格容易受到世界羊毛市场价格波动的影响，如果国际羊毛市场供求状况和价格变化，或国家羊毛进口政策调整，会直接影响公司产品的生产成本。

(2) 产品结构单一的风险。

精纺呢绒业务目前是公司最主要的业务，约占公司2001年度主营业务收入的70%。公司在一定程度上存在产品结构单一的风险。

(3) 对主要客户依赖的风险。

公司目前的产品主要用作西服、职业服装面料，主要销售客户是服装厂商，如果大客户减少对公司产品的需求，会直接对公司产品的销售产生不利的影响。

3. 财务风险

(1) 对外投资收益不确定的风险。

公司以控股的方式进行了多项对外投资。公司2000年合资设立了阳光服装、佳思丽服装，2001年合资设立了江阴庆新呢绒服饰有限公司、上海阳光商厦有限公司。由于被投资的子公司设立时间不长，未来发展还存在诸多不确定因素，其未来经营状况的不确定性可能影响公司的投资收益水平。

(2) 资产流动的风险。

由于公司主要产品精纺呢绒存在需求季节性变化的特点，当公司处于经营旺季时，存货、应收账款等流动资产占用增加，相应的运营资金增加，公司面临资产流动性压力提高的风险，将影响公司的短期偿债能力及收益。

(3) 难以持续融资的风险。

精纺呢绒行业具有设备更新快，投资的需求量较大。公司未做2002年度盈利预测，本次发行后，若公司2002年经营业绩未达到中国证监会规定的上市公司再融资条件，将可能影响公司在资本市场上的持续融资的能力。

4. 技术风险

(1) 公司在技术上市场化、产业化和经营规模化方面的风险。

目前国内整个呢绒行业的技术研发力量薄弱、产品更新慢。随着规模边际效应下降，

未来企业之间的竞争重点必将是技术水平，而加强技术研究，提高科研成果的应用能力是构建企业核心竞争力的重要手段。公司目前在研究开发方面投入的人力、物力还不能满足未来行业发展以及行业内更高层竞争的需要，公司在技术市场化、产业化和经营规模化方面仍存在一定的风险。

(2) 公司产品存在被淘汰的风险。

由于技术的进步，高档面料新产品推出的速度很快。虽然在功能、品质上目前还没有取代公司现有主流产品的新产品问世，但不排除出现性能更优秀的产品被取而代之。

5. 募集资金投向风险

(1) 投资项目因市场因素引起的风险。

公司选择的募集资金投资项目符合市场的发展方向，且在项目选择及项目论证阶段公司进行了充分的可行性研究。但是在项目完成后，如果产品的市场情况出现较大的变化则会影响项目效益，进而影响公司的经营业绩。

(2) 特定收购项目的风险。

公司拟用部分本次募集资金收购集团公司热电车间。该车间将主要为公司的生产提供气、电，如果公司经营情况恶化，公司消耗的汽、电必然减少，从而影响该热电车间所能带来的经济效益。因此该收购项目可能存在风险。

6. 政策性风险

(1) 行业管理政策变化可能引起的风险。

目前国家实施压缩落后的毛纺锭，扶持优势企业的毛纺工业结构调整政策对公司是有利的，但如果国家改变上述政策，则面临政策性风险。

(2) 环保政策的限制可能引致的风险。

公司主要从事精纺呢绒的生产，国家有关部门对本行业有一定的环保要求和限制。未来有关环保政策的变化，可能会给公司的经营带来一定的影响。

练 习 题

1. 可转换债券的特点和构成要素。
2. 可转换债券、股票和企业债券的比较。
3. 江苏阳光股份公司可转换债券发行概况。
4. 江苏阳光股份公司面临的风险分析。



【拓展案例】

第6章

华润置地有限公司资本结构

教学目的

通过对本案例的学习,学生应了解资本结构的基本知识;掌握资本结构主要特点、基本特征、结构种类、价值意义;掌握相关分析指标、判断标准、影响因素,并将华润置地案例与相关基本知识相结合,在案例中学习资本结构基本理论。

6.1 背景知识

资本结构是指企业各种资本的价值构成及其比例关系,是企业一定时期筹资组合的结果。广义的资本结构是指企业全部资本的构成及其比例关系。企业一定时期的资本可分为债务资本和股权资本,也可分为短期资本和长期资本。狭义的资本结构是指企业各种长期资本的构成及其比例关系,尤其是指长期债务资本与(长期)股权资本之间的构成及其比例关系。最佳资本结构便是使股东财富最大或股价最大的资本结构,亦即是公司资金成本最小的资本结构。资本结构是指企业各种资本的价值构成及其比例。企业融资结构,或称资本结构,反映的是企业债务与股权的比例关系,它在很大程度上决定着企业的偿债和再融资能力,决定着企业未来的盈利能力,是企业财务状况的一项重要指标。合理的融资结构可以降低融资成本,发挥财务杠杆的调节作用,使企业获得更大的自有资金收益率。

6.1.1 基本简介

资本结构系指长期负债与权益(普通股、特别股、保留盈余)的分配情况。最佳资本结构是使股东财富最大或股价最大的资本结构,亦即公司资金成本最小的资本结构。资本结构是指企业各种资本的价值构成及其比例。企业融资结构,或称资本结构,反映的是企业债务与股权的比例关系,它在很大程度上决定着企业的偿债和再融资能力,决定着企业未来的盈利能力,是企业财务状况的一项重要指标。合理的融资结构可以降低融资成本,发挥财务杠杆的调节作用,使企业获得更大的自有资金收益率。一个企业的资本结构,主要反映的是该集团的经营状况,同时可以对负债及股东权益间的比例进行衡量。这样的模式已经得到大多数研究者的认可,但要不要把短期负债也纳入其中,还存在着较大的争议,其主要表现在:

第一种观点认为企业负债主要指向于长期负债,以《资本成本、公司财务与投资管理》为代表,认为所谓资本结构,就是一个公司的财务结构中,负债与收益间的比例。第二种观点指出,所谓资本结构,是企业自身所有负债与收益间的关系,即股本结构包括了企业所有的资产与负债。第三种观点则兼顾以上两种,将其分为广义和狭义两类,广义上是将现期全部负债和收益归结一体,而狭义资本结构所关注的只是长期负债与收益间的比例。以上三种观点对资本结构的界定完全不同,其对长期负债以及短期负债对企业的影响也不尽相同,就狭义的资本结构而言,认为对企业可以起到税收优惠,及负债约束作用的,只有企业的长期负债,而在广义的资本结构论看来,短期负债的效应是相同的。

6.1.2 主要特点

(1) 资本结构是指所有者权益和债权人权益的比例关系。利润分配企业应处理好积累(用于再投资)和分红(用于投资者收益)的矛盾。

(2) 所谓资本结构,狭义地说,是指企业长期负债和权益资本的比例关系,广义上则指企业各种要素的组合结构。资本结构是企业融资的结果,它决定了企业的产权归属,也规定了不同投资主体的权益以及所承受的风险。

(3) 就一般意义而言,资本结构是指股权资本与债权资本的比例关系,它反映的是市场经济条件下企业的金融关系,即以资本和信用为纽带,通过投资与借贷构成的股东、债券人和经营者之间相互制约的利益关系。

(4) 资本结构是指公司短期及长期负债与股东权益的比例,从某种意义上说,资本结构也就是财产所有权的结构安排,而财产所有权往往最终与收益权对应,所以资本结构又牵系着产权安排,或者说资本结构决定了产权安排结构。

(5) 资本结构是指公司的负债与权益的比例关系通常用负债的比例或负债对总资产的比例关系表示,西方财务学家对资本结构进行了许多理论与经验研究但直到现在仍然存在许多分歧。

(6) 资本结构在这里就是指企业的负债情况。资本结构合理与否直接影响企业的财务状况,负债率不应超过50%,长期负债与短期负债比例应适当。

(7) 资本结构是指企业筹集长期资金的各种来源、组合及其相互之间的构成及比例关系,研究资本结构理论的主要目的是分析资本结构与企业融资成本、公司价值以及企业治理结构的相互关系。

(8) 资本结构是指企业全部资金来源中权益资本与债务资本之间的比例关系。国有企业的资本结构是否合理,将影响到企业资本控制的完善,决定着国有企业的前途,连接着中国经济体制改革的成败。

(9) 关于融资结构(也称为资本结构)问题的研究,始于MM定理,其核心思想是:在一定的假设条件下,企业价值与其所采用的融资方式即资本结构无关,然而由于MM定理的假设条件与现实相差太远,使得其结论无法解释现实中企业资本结构的选择行为。

6.1.3 基本特征

(1) 企业资本成本的高低水平与企业资产报酬率的对比关系。

(2) 企业资金来源的期限构成与企业资产结构的适应性。



(3) 企业的财务杠杆状况与企业财务风险、企业未来的融资要求以及企业未来发展的适应性。

(4) 企业所有者权益内部构成状况与企业未来发展的适应性。

6.1.4 结构种类

资本结构可以从不同角度来认识，主要有资本的属性结构和资本的期限结构两种。

(1) 资本的属性结构：资本的属性结构是指企业不同属性资本的价值构成及其比例关系。

(2) 资本的期限结构：资本的期限结构是指不同期限资本的价值构成及其比例关系。

6.1.5 价值意义

资本的账面价值结构是指企业资本按历史账面价值基础计量反映的资本结构。

资本的市场价值结构是指企业资本按现实市场价值基础计量反映的资本结构。

资本的目标价值结构是指企业资本按未来目标价值计量反映的资本结构。

6.1.6 相关分析

(1) 股东权益比率。股东权益比率是股东权益与资产总额的比率。该项指标反映所有者提供的资本在总资产中的比重，反映企业基本财务结构是否稳定。其计算公式如下：

$$\text{股东权益比率} = (\text{股东权益总额} \div \text{资产总额}) \times 100\%$$

(2) 资产负债比率。资产负债率是负债总额除以资产总额的百分比，也就是负债总额与资产总额的比例关系。资产负债率反映在总资产中有多大比例是通过借债来筹资的，也可以衡量企业在清算时保护债权人利益的程度。该指标数值较大，说明公司扩展经营的能力较强，股东权益的运用越充分，但债务太多，会影响债务的偿还能力。计算公式如下：

$$\text{资产负债率} = (\text{负债总额} \div \text{资产总额}) \times 100\%$$

(3) 长期负债比率。长期负债比率是从总体上判断企业债务状况的一个指标，它是长期负债与资产总额的比率，计算公式如下。

$$\text{长期负债比率} = (\text{长期负债} \div \text{资产总额}) \times 100\%$$

(4) 股东权益与固定资产比率。股东权益与固定资产比率也是衡量公司财务结构稳定性的一个指标。它是股东权益除以固定资产总额的比率。股东权益与固定资产比率反映购买固定资产所需要的资金有多大比例是来自于所有者资本，计算公式如下。

$$\text{股东权益与固定资产比率} = (\text{股东权益总额} \div \text{固定资产总额}) \times 100\%$$

6.1.7 资本结构理论发展与演进概况回顾

在20世纪中期西方发达国家就开始了对于资本结构理论的研究，我国研究资本结构理论的时间比较晚，而且在探索的道路上借鉴了西方发达国家的研究成果。更重要的是我国所处的经济环境是社会主义经济环境，而西方发达国家是资本主义社会，所以在我国研究资本结构理论会有一些阻碍，因此我国的研究远远落后西方国家。资本结构理论不是一成不变的，随着经济的发展时代的进步，企业的资本结构理论也在进行，发展不同的阶段有不同的资本结构理论，本节的内容主要介绍了不同时段企业的资本结构。

资本结构理论是西方国家财务理论的重要组成部分之一。资本结构理论经历了旧资本结构理论和新资本结构理论两个阶段。旧资本结构理论是基于一系列严格假设进行研究的,包括传统理论、MM理论和权衡理论等。主要的研究成果包括:①在理想条件下,MM理论得出资本结构与公司价值无关的结论;②存在公司所得税条件下,MM理论得出公司价值随负债的增加而增加的结论;③存在破产成本条件下,权衡理论得出实现公司价值最大化要权衡避税利益和破产成本的结论。



【拓展知识】

(1) 新资本结构理论是基于非对称信息进行研究的,包括代理理论、控制权理论、信号理论和啄序理论等。主要的研究成果就是分析在非对称信息条件下资本结构的治理效应及对公司价值的影响。

(2) MM定理。公司资本结构研究逐步成为大众关注的热点,MM理论指出,如果其他相关假设条件不存在,如税收、交易成本等,那么公司的价值与股本结构间并不存在任何的关系,当然,MM定理只是一种理想状态,而在实际发生中并不可能,因此MM定理具备理论上的价值。Miller放宽所有的假设,认为公司所得税存在,而相关负债费用信息于税前支出,而负债的利息费用于税前支出,因此公司负债融资可以获得最大化。Miller虽然是公司股本结构理论的先驱者,但他们的研究成果仅仅只具备理论上的价值,对公司的实际操作并没有意义,因此后续研究者陆续放宽假设条件,指出公司应当存在一个最佳成本结构,使公司的信息价值可以得到最大的体现。Meckling研究指出,因为信息不完善,从而使得公司上层管理人员有不正当操作行为,当有这种现象发生,公司债权人通常都会从自身角度出发,要求公司支付更高的融资成本。因而产生“代理成本”问题,令企业无法对股权融资实施无限制吸纳,从而只能于股权融资和负债融资间寻找平衡,只有在公司边际投资效益与边际代理成本取值相近时,股本结构方为最佳,只有在这样情况下,公司才能获得最大的市场收益。Kim指出,尽管负债融资能产生“税盾效应”,但随着融资比例增大,企业承担的还息压力也越来越沉重,使得公司极有可能因为承担了过重的债务而导致公司破产,因此,任何一个企业都不会无限度地容纳融资,只有公司的股本结构为最佳时,才能让公司获得最大的市场收益。Grossman Hart通过不完全合同理论,展开公司股本结构的分析,进而指出,经营者为了达到有效控制企业,可通过最佳股本结构,将几种结构模式并用,此外,Hart还指出,企业短期负债可以对经理人员的行为进行影响,而长期负债可以从某种程度上,促使企业进一步扩张,因此,企业要想获得长期而稳定的发展,需要在企业负债与股本收益间寻找平衡。Ross指出,对于企业未来能够产生的收益,以及可能会遭遇的风险,企业经营者是十分清楚的,但其他投资者则不明确,在这样的情形下,投资者对企业进行评价,只能透过其自身传播出的信息进行,基于这个原因,企业债务比例和资产负债的结构便成为企业传递市场信息的介质。负债比例上升或下降,对企业而言,都是某种信号,Ross的研究方法非常新颖,对供与求的各种变量完全进行忽略,将问题的核心表现出来,也就是企业资本结构,及同市场价值的关系,借助对企业负债的评价,判断市场价值。

MM理论的基本假设:①企业的经营风险是可预测衡量的,同一风险等级的企业具有相同的经营风险;②投资者对企业现在和未来的EBIT预期是相同的的同时也可估计企业面临的风险;③证券市场是完全市场无论是股票还是债券交易无成本;④投资者可以同公司



一样以同等利率获得借款；⑤公司或个人无论负债多少，所承担的利率都是无风险率，该利率在资本市场保持不变所以投资者的利率同公司的利率一样；⑥对于零增长的企业，企业的现金流量就是年金。

MM 理论主要有两种类型：无公司税时的 MM 模型和有公司税时的 MM 模型。

(1) 无公司税时的 MM 模型。无公司税时 MM 理论指出，无论企业采用怎样的融资组合，企业的融资风险都不会变化。公司的加权资本成本不会随资本结构的改变而改变，因此公司的总价是必然是相同的。该假设的成立必须有资本市场套利行为的支持。套利行为的存在使得相同市场上的完全替代物都趋向于最高的价格出售。完全替代物是资本结构不同但是风险相同的公司。MM 理论认为，这样的公司总价值应该是相等的。

无公司税时的公司价值是公司的营业净利按合适的贴现率转化为资本。公式为：

$$V_L = V_U = EBIT / K = EBIT / K_U$$

式中， V_L 为有杠杆公司的价值， V_U 为无杠杆公司的价值； $K = K_U$ 为合适的资本化比率，即贴现率； $EBIT$ 为息税前净利。由上述理论可以看出，公司价值与公司资本结构无关。

(2) 有公司税时的 MM 模型。有公司税时 MM 理论认为，存在公司税时，负债的利息支出可以在税前扣除所以可以起到抵税的作用，因此企业税后的加权平均资本成本由于举债而降低。避税收益的现值可以用下面的公式表示。

$$\text{避税收益的现值} = t_c \times r \times B / r = t_c \times B$$

式中： t_c 为公司税率； r 为债务利率； B 为债务的市场价值。由上述公式可知，公司的避税收入随着公司债的增大而增大，避税收益可以抵消一部分融资成本，所以公司的价值也就越大。因此，无公司税的 MM 模型考虑到公司税的因素后，可以得出结论：在市场不完善的情况下，资本结构的变化就会影响公司的资本成本从而影响公司的价值。公司的价值会随着企业负债的增加而变大，当企业的所有资源来自负债时公司的价值达到最大值。

Myers 和 Majluf 于 Ross 模型基础上，考察了企业市场信号的负效应，进而提出优序融资理论。该理论认为在选择融资时，企业优先考虑的，是内部融资，因为该渠道有着极好的隐蔽性，不会造成负面信息的外泄；如果企业需要从市场上吸纳资金，通常情况选择的，都是发行债券，而发行股票只能放在最后一步，因为发行债券不会传播负面信息，从而使得投资者不愿投资。这种融资的方案通常称为优序融资，它可以更为详尽地对企业股本结构的变动进行解释，但其研究目标只注重于债务融资，而并不注重股票融资，因此意义指向范围较为狭隘。

最近对企业股本的研究出现一条全新的路径，即对企业结构与股本结构间的关系进行研究，例如，如何才能通过对股权进行控制，从而选择对企业更加有利的融资方式。Stulz 对表决权对公司融资管理的问题进行研究，指出公司价值与管理层的表决权息息相关，以及公司融资表决权，在管理层与股东之间，存在一定比例，需要进行合理的分配，同时指出通过制定合理的财务制度，可以有效控制反接管。Harte 和 Grossman 等人对投资者的契约性权利和剩余性控制权展开深入分析，认为投资者本身的权利让他们谋得相应回报，因此，他们认为，企业资本结构的变化，并非由于收入分配结构的变化，而是适当调整企业内部管理层之间的权利结构。

依据最新资本研究理论，实践中公司价值和其资本结构密切相关，只有当企业的资本结构达到最佳化，才能实现公司价值的最大化，因此可以看出，对公司的股本结构进行研

究并得出相关理论,可以为其他企业的发展提供详实的依据。

(3) 权衡模型理论及影响企业资本结构的因素。权衡模型理论以MM理论为前提,瓦纳等人共同提出权衡理论,指出伴随公司债务上升而带来的风险与危机,是阻止公司无限度吸纳融资的决定性因素。权衡理论指出,虽然负债可以为企业降低税收支出,且企业还可以通过债务的增加提高其市场中的价值,但同时也因为债务的上升,使得企业风险加剧,使企业因彻底陷入财务危机而破产。不管企业是否会破产,只要其吸纳了太多融资,造成代理成本上升,都会令其面临成本支出过大的情况,继而产生市值下跌的危险,基于这个原因,企业资本结构的最佳状态是在负债与收益之间取得平衡。

如果在股本结构中,企业债务的比重上升,从而提高了其陷入债务危机甚至破产的几率,给企业造成巨大损失。因为,通常情况下,企业都会对融资吸纳进行控制。而由于企业对破产的因素进行了充分的考虑,因此会自发地制约自身贷款的行为。

对债权人来说,破产不利于股票的所有者,因为即使企业破产了,债权人仍然可以通过优先权获得实物清算中的补偿,但投资者的资金就等于打了水漂。基于这个原因,市场中的破产征兆会令企业经营者采取次优决策对股票实施融资,尽管这样操作会令企业节税利益大大缩水,让企业的市场价值减少,但也会极大的降低企业股票所有者的风险指数。代理成本不但让财富流转于股票所有者和债权人之间,也会减少社会的净收益。

破产成本与代理成本的出现,不仅会使企业的市场价值有所减少,也会引起债务人将所有这些费用支出归成债务预期收入,从而增加负债成本发行费,进而加大企业负债融资的难度。联系破产和代理成本之间的关系,可知:

企业市场价值=自有资本市场价值+免税价值-(破产成本+代理成本)

由此可知:①若财务拮据+代理成本<减税收益,则可加大负债以优化资本构成;
②若财务拮据+代理成本>减税收益,同时负债收益<负债成本则证明债务规模庞大;
③若财务拮据+代理成本=减税收益,代表着资本结构的最优情况。

虽然权衡理论充分考虑了代理和破产成本对最优资本构成的作用,但由于它是从静态视角出发,断定最优资本构成基本是不会改变的,只要企业的资本总量基本维持不变,却没有把外部的经济氛围和企业自身的生产运营条件的变动考虑进来。实际上,对资本构成的众多要素是一直变化着的,纵使资本总量维持不变,在资本的构成上企业仍旧不能以不变应万变。

理论基础。有公司税的MM理论认为公司举债越多企业的价值就会越大,但是在现实经济环境中,如果企业的盈利能力不强没有稳定的现金流那么公司债务的增多可能会导致企业陷入财务困境,出现财务危机甚至破产。企业陷入财务困境后引发的成本分为直接成本与间接成本。其中直接成本是指企业因破产、进行清算或重组所发生的法律费用和管理费用等;间接成本是指财务困境所引发企业资信状况恶化以及持续经营能力下降而导致的企业价值损失。具体表现为企业客户、供应商、员工的流失、投资者的警觉与谨慎导致的融资成本增加,被迫接受保全他人利益的交易条款等。

权衡理论概念是在构建企业最佳资本结构的时候考虑债务利息的抵税收益和财务困境成本的影响程度,平衡债务利息的抵税收益与财务困境成本可以构建最优资本结构以实现企业价值最大化。当债务抵税收益的边际价值等于增加的财务困境成本的现值时确定的债务比率是企业能承受的最佳债务比率。



(4) 代理理论。简森(Jensen)和梅克林(Meckling)最先提出了代理理论。代理理论主要是阐述了企业资源提供者和使用者之间的利益关系。

代理理论中定义委托人是企业经济资源的所有者;而代理人则是负责使用以及控制这些资源的经理人。代理理论认为,当代理人本身就是委托人时,代理人就拥有企业所有的剩余权益。在这种情况下经理人会为了实现更多的剩余价值而努力工作,这样就不存在代理问题更没有代理成本产生。但是,当代理人的所有资源都是通过股票和债券的方式筹集而来的,那么这样就形成了委托人和代理人之间的利益冲突,管理人员就会试图改善自己的工作环境使自己更加的舒适并且提高在职消费,甚至对工作懈怠,这就形成了代理问题。为了解决代理问题所发生的支出就是代理成本,简森和梅克林将代理成本区分为监督成本、守约成本和剩余损失。其中,监督成本是指企业资源的所有者为监督代理人产生过度消费或自我放松而耗费的支出;守约成本则是代理人展示自己的工作业绩取得委托人的信任,并进行自我约束的支出;剩余损失则是委托人和代理人的利益不一致导致的其他损失。

(5) 融资优序理论。融资优序理论确定了当企业存在融资需求时,融资渠道的选择顺序。具体内容是首先选择内源融资,其次会选择债务融资,最后选择股权融资。在信息不对称的条件下,通常企业管理者所掌握的企业信息要比外部投资人多,因此在投资者的买卖过程中,企业权益的市场价值很可能被错误的估计。当管理者认为当前市场上股票的交易价格低于股票实际价格时,作为理性的经济人不会使用发行新股的方式进行融资,而会采用其他的融资方式;相反如果管理者认为目前的股价被高估那么管理层就会希望通过股权融资的方式筹得资金。但是在实际的股票市场上如果管理者真的采用发行股价的方式进行融资,往往会遭到投资者的怀疑认为现在股票的市场价格是被高估的,所以经理人为了摆脱这种嫌疑,也会尽量采用其他的融资方式,采用内源融资从本分配利润和盈余公积中筹集资金。但是房地产企业用自有资金完成项目开发的可能性微乎其微,通常情况下房地产企业需要通过外源融资渠道实现融资目的。当进行外源融资时由于投资者认为企业的股票可能会高估所以管理者会优先考虑债权融资。因此,就形成了融资有序理论在融资的过程中先进行内源融资,然后考虑债权融资最后考虑股权融资。

对企业的资本结构进行研究,是企业研究的重要课题,创建合理的资本结构将有助于企业降低资金成本和规避风险,从而有效提升企业经济价值。基于这个原因,全世界的学者们都加大了对企业资本结构的研究分析。

国外资本结构理论研究现状及发展趋势。通过调阅大量相关外国企业的资料,可以发现,对国外资本结构的研究,主要经历了如下三个阶段:第一,早期资本结构理论。该理论是由美国财务学家大卫·杜兰特总结提出,其理论主要包括:资本净收益、营业净收益及传统资本理论。第二,经典资本结构理论。Franco Modigliani等相关学者为经典资本结构理论奠定了坚实的基础,Franco Modigliani发表《资本成本、公司财务与投资管理》,从而成为现代资本结构理论的代表者,在《资本成本、公司财务与投资管理》等人看来,在完善的市场体制中,企业资本结构与企业市场价值没有关系。后来,他们又对该理论做了修正,在考虑所得税因素的情况下,给出了更优的结论。MM理论的发展经历了MM理论的无税模型、MM理论的公司税模型、米勒模型三个发展阶段。这个理论体系的发展也在不断地自我完善。第三,现代资本结构理论。资本研究的进一步深入,理论假设条件以及资本结构理论的进一步细化,应当对从前只关注企业破产风险的方法,更加关注信息

的对称问题,从而发展出新的资本论,其中主要包括理论及其他相关信息理论。它们更加贴近企业的现实融资活动,对提高企业的经济效益具有重要作用。

资本结构理论是一个庞大而复杂的体系,但仔细研究发现,资本结构理论并非单一不变,而是不断丰富与发展,企业是一种社会经济组织,可以不断地创造财富,而上市公司更是所有企业的领导者。从某种程度上而言,上市公司的行为对其他企业有着非常明显的影响作用,因而成为普通公众的关注焦点,因此,如果能对上市公司的股本结构进行深入的研究,可以为解决其他企业的股本问题提供一定的理论基础。

国内资本结构理论研究现状及发展趋势。国内对上市公司股本结构进行研究,对国外相关理论进行阐述,并进行深入研究分析完成,并提出具体的计算方法,它的研究内容表现在以下两点:第一,对影响资本结构的因素进行研究;第二,对资本结构所能获得的经济效应进行分析,由于在分析过程中,所采用的理论、方法,或者具体取值时的条件并不相同,从而使得在对企业股本结构进行研究的过程中,遭遇了许多的障碍。

6.1.8 判断标准

其判断的标准有以下四点:

(1) 有利于最大限度地增加所有者财富,能使企业价值最大化。

(2) 企业加权平均资金成本最低。

(3) 资产保持适当的流动,并使资本结构富有弹性。其中加权平均资金成本最低是其主要标准。能满足以下条件之一的企业,有可能按目标资本结构对企业现有资本结构进行调整:①现有资本结构弹性较好时;②有增加投资或减少投资时;③企业盈利较多时。

(4) 债务重新调整时。资本结构调整的方法如下。①存量调整。即在不改变现有资产规模的基础上,根据目标资本结构要求,对现有资本结构进行必要的调整。②增量调整。即通过追加筹资量,从增加总资产的方式来调整资本结构。③减量调整。即通过减少资产总额的方式来调整资本结构。

最佳资本结构的判断标准:

(1) 静态最佳资本结构的判断标准。权衡理论的突出贡献不只是单纯的为财务方面提出了一个“是否存在最佳资本结构”的命题形式,更重要的还是其认为最优资本构成结构是必然存在的论断,从而让我们对资本的结构有了下面的几点明显认识。

① 成本支出费用最少的筹资方法是负债筹资。企业的各种资金筹集中,债务资金因其利息是在企业所得税前就已支付且债权人相对于投资者来说需要承担的风险很小,所需要的报酬率也偏低,所以它的成本支出往往是最少的。在一定的公司所得税前提下,负债形式的筹资方式可有效减少公司的整体成本支出,增加公司的收益。

② 筹资方式成本最低不代表方式最佳。在财务拮据和代理成本的双重作用下,过多的负债会抵掉因税收减少所增长的收益。原因在于,伴随着负债比例的加大,企业的利息费用也相应增加,企业的还债能力也可能消失殆尽,其财务的风险会相应增加。在这个时候,不管是企业的投资者或是债权人都将索取相应的补贴,也就是索要更高的资金报酬率,导致企业的整体资金成本支出费用大幅度上升。由此可见,只有保持负债减税利益与其导致的财务拮据即代理成本的平衡状态,才可以最终明确适合公司发展的最优资本构成结构。



③ 最优资本构成结构是客观存在的。负债筹资的资金成本相对于其他筹资方式而言是比较低的,但并不能以此作为衡量的准则,唯有企业的总资本支出费用最低才表明这样的负债水平是科学合理的。故最优资本构成结构是客观存在的,所以企业在进行筹资的决策时,需要持续的进行资本结构的优化直至倾向科学,最终实现企业整体资金成本的最低化。

故企业要把资本成本最低和价值最大当作企业进行最优资金构成结构的判断依据。

从理论方面来看,静态均衡理论根据的是企业价值的最大化来判断什么是最优的资本构成结构,全面考虑了各方面利益关系和成本效益准则,是截至到目前为止相对健全的资金构成结构理论,最优资本构成结构的判断依据和最佳选择使加权平均成本最低而企业价值最大。但是在实践活动中,有效确立财务危机和代理成本是不太容易的,这就导致最优资本的构成结构变得更不明朗,所以亟需新的确认办法。目前,进行企业最优的资本构成结构的定量分析法颇多,比如说加权平均资本支出费用最少法、财务和经营杠杆的剖析法、权益资本的利润率和债务资金利息率对比分析法和进行公司价值比较的方法等,然而这些方法要不就是衡量标准比较单一而没有应用价值,要不就是方法本身形式繁复,很难予以操作。每个企业都应依据自身发展特点,选取一到多种办法进行企业静态最优资本构成结构的分析判定。

(2) 动态最佳资本结构的判断方法。在上面所说众多原因的集体作用下,企业的最优资本构成结构伴随着内外部因素的变化而相应的改变着。目前已有的一些资本构成模式是基于资本总量不变,单纯考虑资本构成结构变化对某些指标的影响。然而,企业在把资本构成结构调节到理想状态的进程中,要想维持原有的资本规模是不容易的,因为企业绝不会仅为了维持一种形式上的最优资本构成结构而不管将要面对的风险,乃至丢弃合理的发展规划。在笔者看来,确立最优化的资本构成结构一定要进行动态的剖析。所指的最优化资本构成结构,不应该只是一个点,而应该是一个范畴。这个范畴应以实现企业价值最大化为导向,基于静态的最优化资本构成因素,同时参考同行业先进企业的相应指标数据,再加上对财务的弹性要素予以考虑确立。财务的弹性主要体现在为有效进行负债结构的调节、长短期资金所占比例和资产与负债的内部构成比例,它是资本构成结构确立的主要因素。具体包含以下几个方面:首先,筹资数目的弹性;一般情况下,必须维持实际所筹资本低于企业潜在的筹资能力,以备不时之需。其次,筹资手段的弹性;一般的股票弹性能力差,但负债弹性相对较大。企业在筹资过程中可多采取一些类似于可转换的债券。再次,或优先股票、可提前赎回的企业债券等弹性相对较大的筹资手段。筹资的成本支出的弹性;如果企业感受到虽然现阶段市场的利率偏低,但之后不久会有所上涨时,就可以运用利率高且相对固定的长期负债,不然的话就选择利率波动大的短期债务。最后,筹资形式的弹性;普遍认为,负债运营形式的弹性比自由资金的形式强很多,但过度的利用自有资本形式则会大大减少企业资本构成结构的弹性度。筹资的弹性越大,资本构成结构的变化范畴也就越大,对企业的发展也就越有利;相反地则会引起企业完成不了预期的筹资目标或者深陷财务的危机之中。但是在实际情况中,鉴于企业面对内外环境因素的变化,要想精确的确立这个区间的范畴,某种程度上需要通过相关工作人员自己的经验和判定。

根据上述的分析理论对华润置地最优化的资本构成结构的探究,打破了传统结构分析的束缚,在静态探究的前提条件下,注重对企业内外部环境和财务弹性的要求进行综合考

虑,来剖析企业融资形式的选取,继而计算出相对科学合理的资本构成结构范畴,非静态的确立科学的最优化资本构成结构的范围。

6.1.9 影响因素

行业分析、股东的投资动机、企业信用等级与债权人的态度、经营者的态度、企业财务状况和成长能力、税收政策;除上述因素外,不同国家之间、国民经济的发展状况、资本市场的发展水平、利率等因素,也会对企业资本结构产生一定的影响。

影响企业资本结构的因素。资本的构成结构是由不同的变量、层次和要素集合而成的综合性体系,在实际生活中与企业的内外部环境氛围相协调,而其中最优的资本构成就是通过提升企业价值而来的。实际上,伴随着最优资本的构成要素持续变动,企业的最优资本构成也是相应地在发生变化的。所以,在探究企业的最优资本构成时,不能忽视对公司所处的内外部环境的具体特点的考虑。

影响企业资本结构的外部因素:

(1) 社会经济发展的情况。公司应根据环境的发展变化运用与之相协调的财务对策。基于社会经济的增长或者政府的激励和资金扶持,公司借助负债率提升借用更多外债,全面通过债权人资金投入来进行投资经营,能有效提升其发展潜力,获得更多经济收益。而且可以增强风险意识,即承受较大债务和利息压力的能力。相反地,如果处在经济相对衰弱时期,我们必须通过运用紧缩债务运营,达到降低企业经济损失及风险的作用,但同时也使盈利降低。

(2) 金融市场的运行状况。现代企业财务特别是其中的资金筹集方面和金融市场浑然一体,公司的资本构成最关键的外因就是看金融市场的运转。如果货币市场较为发达健全,那么公司可相应的提升流通负债的比例,因为流通负债规模大小的扩大,能某种程度上减少公司在资本筹集方面的费用。相反地,就要增加长期资本的规模大小,从而降低筹集资金的风险。在金融市场发达和股价较高时段最主要的筹资方式就是通过股票流通产生。

(3) 利率与税收的变化。利率水平的变化会推动公司资金构成发生变化。若公司财会方面的管理人员看到目前利息率相对很低,不久之后会有所增长时,就会大量的进行长时间债券的发行工作以期把几年内的利率都保持在比较低水平。同时,政府的相关税收制度也会在某种程度上对公司的资本构成产生一定的影响作用。大体上是所得税率和负债好处成正比关系;反之亦然,即税率低在表明举债形式的减税利益不明显。

(4) 产业特点与行业规律。由于企业间有着不同的特征、经营模式、融资方式及行业竞争度和受到的国家政策的影响都是不同的,所以它的资本构成上存在一定的差距也是极为正常的。负债率较高的行业如纺织、钢铁、航空等,而负债率最高的还是电信、天然气这类的管制性行业。

影响企业资本结构的内部因素:

(1) 企业的规模大小。大规模的企业往往业务范畴就大,从而有效地分散了企业的经营风险,降低破产几率;相反地,假如公司规模本身就很小,那它的经营范围少,成本支出就高,因此增加了破产几率。一个公司的破产成本与其的资本构成时息息相关的,对于那些破产成本较少的企业而言,它们趋向于采用负债融资的方式。



(2) 公司的赢利实力。公司的赢利性越高,那么它的盈余公积金和没有加以分配的利润之和就会增加,根据融资序列理论,企业通过留存收益实施的融资成本低于负债融资成本,同时,负债融资成本的支出也比股权融资低,基于这个原因,盈利能力强的企业通过留存收益展开融资的机率更大,与之对应的负债融资的比重就减少。

(3) 公司的成长空间。公司成长得越快,面对的投资机遇也就越多,从而提升了对资金的需求。由于股权融资本支出成本比负债融资的支出高,所以判断公司成长性的好坏与负债融资比例的高低是有一定联系的,即负债融资比重多的公司成长性相对较好。

(4) 公司的股利政策。公司股利支付率越高,代表它内部的盈余就更多,其负债融资需求便会弱;相反地,假如公司的股利支付率较低,甚至等于零,则企业负债融资欲望高。由此可见,企业负债融资比重与其股利支付率呈负相关关系。

(5) 管理人员所持态度。公司的资本构成情况与其所属者和管理层也有着必然的关系。通常情况下,公司所属者和管理层人员为避免权利落空,会最大化的运用债务融资的形式来获得资金,尽量不发行新股。然而,假如某个公司的股票持有者很多且极为分散,谁都不能单独控制公司,就不会存在控制权落空一说,那么这个公司就极有可能通过发行股票的形式来进行资金的筹措。管理层看待风险的态度也会极大的造成资金构成结构的变化。一般而言,性喜冒险的财务相关负责人,在进行财务安排时其负债比重一般较高;相反地,对于那些稳重性格的财务管理人员来说,他们就会选择较低的负债比例。

根据上述分析可以得出,从理论方面来看,最优的资本构成结构是存在的,但是因为众多企业内外部环境的影响,要想通过定量的分析方式来寻求最优资本构成结构是不易的。我们只能基于定量分析,再全面综合的分析对公司资金构成结构起影响作用的内外部要素,才有可能合理的拟定最优化的资本构成结构。

资本结构是反映企业经营情况的重要指标影响并决定着公司治理结构。对资本结构理论研究,有利于规范企业的融资行为,优化公司的财务结构,提高公司的盈利能力。但是随时经济的发展,企业资本结构理论也在随着时代的发展不断适应企业的进步。因此不同的经济时代对资本结构理论的研究也是不一样的。本节内容主要是界定了房地产上市企业和资本结构的概念,并且介绍了不同经济时段所对应的资本结构理论。

资本结构是长期负债与企业净资产的比例,资本结构同时反映了构成企业资本的各成分的价值和比例。企业不断追求最佳资本结构的目的是使股东权益最大化也就是企业价值最大化。为了实现企业价值的最大化应要求企业构建合理的融资结构,降低企业的融资成本使得公司加权资本成本最小。

企业的资本结构是一个静止的状态,而企业融资结构是实现企业资本结构的动态过程,企业的融资结构反映的是企业债务与股权的比例关系,企业要想实现最优的资本结构就需要构建合理的融资结构使得债务与债权的比例达到最优。合理的融资结构可以使得企业的资本结构最优,也反映了企业具有良好的偿债能力,间接的决定着企业未来的盈利水平。

资本结构的主要财务指标。评价企业的资本结构是否合理,不能笼统的主观想象,需要有客观的标准作为衡量依据。本节内容主要介绍了企业资本结构的财务指标,为判断企业资本结构的好坏提供了科学的依据,见表 6-1。

表 6-1 描述企业资本结构主要财务指标

指标名称	指标公式	反映的内容
股东权益比率	股东权益总额/资产总额	反映企业基本财务结构是否稳定
资产负债率	负债总额/资产总额	指标数值反映债务过多,影响偿债能力
长期负债比率	长期负债/资产总额	判断企业债务情况的指标
股东权益与 固定资产比率	股东权益总额/固定资产总额	反映公司财务稳健型的指标,反映购买固定资产所需的资金占所有者资本的比例

6.2 案例资料

6.2.1 华润置地发展有限公司资本结构研究

评价一个公司的资本结构是否合理有效关键在于其能否促进企业健康快速的发展。所以每个公司的资本结构应该随着公司所处阶段的不同而改变。要根据企业的当前情况和发展,构建符合自身发展的资本结构。本章内容主要通过华润置地发展有限公司为例,分析了上市公司背景下的资本结构优化。

华润置地公司概况及发展背景。华润置地是华润集团旗下发展较为出色的子公司之一,同样也是中国内地首屈一指的综合性地产开发商。经过几年的快速发展2010年3月8日,华润置地被列入香港蓝筹股行列,正式成为香港恒生指数成分股。到目前为止,中国大陆39个城市已具有华润置地的相关产业,并具有70多个发展项目。华润置地以“品质给城市更多改变”为品牌理念,致力于达到行业内客户满意度的领先水准,致力于在产品和服务上超越客户预期,为客户带来生活方式的改变。华润置业在发展过程中不但引领了城市生活方式的改变,而且对发展城市经济以及城市面貌的改善具有一定的带动作用。

6.2.2 华润置地发展有限公司的行业背景

华润置地发展公司组织架构。从2004年到2013年,华润置地从一个地方的房地产企业迅速发展成为一个最有影响力的综合性房地产开发商,这与其部署两个战略的实施密切相关。以资金实力雄厚的华润集团为背景,华润置地通过集团并购等方式迅速进入国内地产行业。在“集团孵化”这一独特的竞争优势,华润置地以北京为起点,快速扩展到全国39个城市。

其主要的组织架构如图6.1所示。

70年前华润集团在香港成立,经过了这么多年的发展华润集团已成为一家拥有多家香港上市公司的大型央企。华润集团管理团队能够深刻的认识香港的资本市场,对香港的金融市场有敏锐的嗅觉,这也是一般新上市房地产企业不可能达到的。有人说华润置地发展模式固然很好,但是其发展模式在行业中不具推广性。目前越来越多的国有大型企业进军房地产行业并逐渐将其作为主业,在行业内,华润置地的“集团孵化模式”被普遍借鉴。华润置地无疑成为在此背景下房地产上市企业的领头羊。



【拓展知识】



图 6.1 华润置地有限公司组织架构图

华润置地的差异化生意模式。当大部分房地产企业都按照既定模式组织运行时，华润置地却推陈出新、独辟蹊径，开辟出一条属于华润置地特有的成功之路。

在中国地产市场急速攀升阶段过程中，住宅领域看起来具有很大的发展潜力，然而华润置地却正在酝酿新的发展方向。最终将发展方向定格于差异化生意模式，即“住宅开发+持

有物业+增值服务”三位一体的生意模式，凭借此模式，华润置地迅速发展为中国地产行业全能“健将”。华润置地的差异化商业模式的核心在于华润中心持有物业具有“只租不售、100%持有”的运营模式，此种经营模式的开发资金比较庞大开发周期较为漫长，而且运营风险成本比较高。因此使得很多想跟进的开发商望而却步，从而就使其成为华润置地独步于中国商业地产的拳头产品。从此华润置地不再单纯的搞住宅开发，并开始凭借新的综合商业模式即“住宅开发+持有物业+增值服务”驰骋房地产业。

具有“高准入门槛”的同时，还具有巨大的社会收益与经济回报。现在华润置地来自持有物业租金方面的盈利收入估计能够占公司总盈利的20%多。在资本市场的大风大浪中，华润置地依然能够稳定的前行，即使在2008年房地产市场产生了大幅动荡，华润置地依然能够保持良好的经营业绩，这样的成绩被各界看到，无疑能够为华润置地的资本运作保驾护航。

6.2.3 华润置地资本结构现状

华润置地资本结构概况。华润置地经过了10多年的迅速发展，已经逐渐成为房地产上市企业中的佼佼者，那么在短短的10年内华润置地就完成了国内首屈一指的大型综合性房地产开发商，无疑得益于它的公司治理、经营战略及财务管理。本节的内容主要是综合分析了华润置地的资本结构，总结其经验教训以期使企业实现更好的发展。

从影响房地产上市企业资本结构影响因素的角度分析华润置地的资本结构，包括公司的规模、公司的盈利能力和公司的成长性。

1. 公司规模

从2005年到现在，华润集团向华润置地注入孵化过的资产已达9次，华润置地用大约100亿港元元的现金和定向增发股票的方式换取集团公司约400亿港元的资金注入。企业的总资产从2001年的76.42亿港元到2013年上半年的2539.29亿港元。在第十一届中国房地产投融资大会上发布，2013年大陆在港上市房地产公司综合实力TOP10中排名第四，其中规模性专项也在前十。

2. 公司的盈利能力

华润置地以其独特的发展模式，赢得了中国房地产市场。其商业地产的发展和100%物业持有的模式给华润置地的发展带来了稳定的现金流，且盈利能力也大大的提升。在2013年华润置地实现的净利润是146.96亿港元，净资产收益率高达20.6%同比增长了39.1%，由此可见华润置地的发展势头非常的强劲。强劲稳定的盈利能力可以为公司的快速发展积累大量的开发资金，使得企业的资本结构更加的优化。

3. 公司的成长性

最近的几年是华润置地迅速发展的阶段，公司一直保持良好的成长性。2013年公司的主营业务收入达到713.86亿港元，增长速度高达60.9%。截止到2014年2月28日华润置地的土地储备已达3580.91万平方米。如此强大的增长趋势和土地储备可见华润置地正在迅猛的成长，从现在有的土地储备和新投资的项目来看，华润置地未来几年仍然处于高速发展成长的阶段。



6.2.4 华润置地资本结构具体指标分析

在对华润置地资本结构影响因素进行分析后,可以看出总体上华润置地的发展非常迅速,其资本结构总体上比较合理。下面通过华润置地的财务指标具体分析其资本结构,在具体分析其资本结构时文章采用横向对比和纵向对比的方法,首先,选择综合实力排名前十名的中国房地产上市公司作为参照对象,华润置地是一家大型的房地产上市公司,所选取的10家房地产上市公司与华润置地的综合实力相当;其次,通过华润置地从2009年到2012年的资本结构相关指标分析,了解华润置地资本结构现状。

华润置地资本结构与相关企业的比较。选取的万科、恒大地产、中国海外发展、保利地产、龙湖地产、绿城集团、招商地产、金融街、碧桂园、金地等,根据我国房地产上市公司的特征,分别从债务资本构成、权益资本构成、债务权益及负债结构等方面进行分析。表6-2是十家房地产公司2012年的资本结构数据。

表6-2 房地产十强企业财务报表基础数据

	总资产	总负债	股东权益	流动负债	长期负债
保利地产	107 735 863	77 688 509	30 047 354	50 266 842	27 421 667
中国海外发展	229 824 688	142 267 732	87 556 956	83 975 452	58 292 280
龙湖地产	125 426 497	92 849 085	32 577 412	62 574 917	30 274 168
绿城	107 707 296	80 219 221	27 488 075	73 562 491	6 656 730
招商地产	109 197 242	79 757 963	29 439 279	65 249 112	14 508 851
金融街	70 030 327	48 984 765	21 045 562	30 712 174	18 272 591
碧桂园	136 522 148	97 637 740	38 884 408	68 707 328	28 930 412
金地	102 520 913	71 524 508	30 964 405	49 753 668	21 770 840
恒大	238 990 351	197 299 226	41 691 323	130 377 800	46 921 426
万科	378 801 615	29 663 419	82 138 196	259 833 566	36 829 853
华润置地	228 255 503	151 755 719	76 499 784	98 947 203	47 619 780

1. 财务比率

房地产十强上市企业的资产负债率均高于60%,仅中国海外发展公司的资产负债率低于行业平均水平,恒大地产甚至高达82.56%,十家房地产上市公司的平均资产负债率为72.77%,远远高于行业的平均水平,这不得不引起管理者和投资者的关注。但是华润置地的资产负债率为66.49%,稍高于行业平均水平。秦志敏在资本结构的影响因素中提出,快速成长的公司一般可以设计较高的资产负债率,华润置地是一个成长迅速的上市房地产企业,较低的资本结构说明企业的财务状况比较稳定,但是与同等实力的上市公司相比融资策略是比较保守的。因为房地产项目开发的时间长,收益较为缓慢,并且投入资金巨大,投入项目的资金会极大地影响地产行业的经营。因此,我们可以清晰地看到,由于房地产行业对资金需求量大,但自身资金不足,企业要想维持正常的生存与发展,难免会背负巨额的债务,尤其是我国,大部分房地产经营企业的融资渠道都较为单一,针对以上

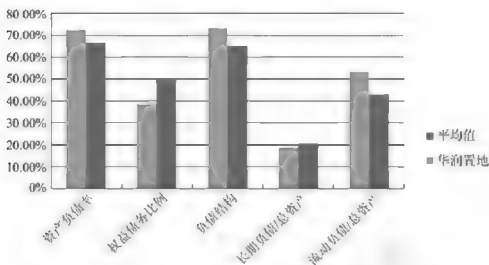


图 6.2 华润置地与十强企业资本结构数据对比图

种种情况，应选择以广义资本结构，作为分析的范畴。讨论的企业股本结构内涵包括：债务资本构成的比例以及相关联系，效益成本与债务资本间的比例，故研究的目标重点指向华润置地的资金来源，以及公司加权成本最低融资渠道，从而推动股票价值的最大化。

2. 债务结构

在企业的资本来源渠道中，负债是重要的融资渠道，在负债融资中流动负债的成本低于长期负债所以流动负债筹资往往受到我国房地产上市企业的青睐。表 6-1 中的数据也充分说明了这一点。十家企业中有一半企业的流动负债占总负债比率高于 70%，绿城集团正式高达 91.7%，平均水平为 73.11%。华润置地的负债结构比率为 65.2% 低于十强企业的平均值，但是处在一个较高的比例上。房地产企业的资产属于长期性资产，用短期负债来满足长期性资产的资金需求会给企业带来较高的财务风险，一旦企业出现资金流问题，会影响企业的长远发展。

表 6-2 中显示华润置地长期负债与总资产的比率为 20.86%，高于十强房地产上市公司，长期负债占总资产的比例较高说明企业有较强的偿债能力。华润置地在负债结构方面明显高于十强企业。

3. 企业融资结构

从总体上看，企业的融资渠道除了内源融资外，可以具体分为债务融资和股权融资，债务股权比率是衡量公司财务杠杆的指标，表明企业的资金来源中股权融资和债务融资的比例。股权融资的成本较债务融资的成本低，且企业的股权融资没有使用的期限，企业没有到期还款的资金压力，在表 6-2 中列示华润置地债务和股权的比例远低于十强的平均值，说明企业的资本结构在十强房地产上市企业中还是稳定的。

4. 华润置地自身资本结构对比

对华润置地纵向的资本结构对比，可以发现发展过程中华润置地自身的发展情况，上述内容已经看出华润置地的资本结构较行业平均水平来说是比较稳健的，通过对华润置地各年数据的对比可以看出华润置地在追求自身完善所做的努力。



【拓展知识】

本节内容引用了我国暨南大学孟建波、罗林教授在若干假设的基础上建立的一个比较实用的最优资本结构定量模型，公式成立的假设：①企业是公开上市公司，并且企业资本结构中仅含有自有资本（股东权益）和借入资本；②企业自有资本价值是其上市普通股票的市值，企业借入资本价值为其上市债券的市值；③资本市场是完全的，即企业发行股票和债券除正常经营成本外，不受任何限制。计算公式为：

$$\ln E = \frac{Z + iL + I}{E} + \frac{E + I + F}{V} \times \frac{100b}{1-b}$$

公式中：V 是企业总资产；E 是税前利润总额；I 是利息支出，我们在计算中以财务报表中的财务费用代替；Z 是固定资产折旧；iL 是长期负债利息；F 是企业固定成本，固定成本只能从公司内部财务报表中得出，我们以固定资产折旧加上长期债务利息代替 E 即：F = Z + iL。

表 6-3 华润置地财务报表相关数据

(单位：港元)

	固定资产折旧	长期负债利息	财务费用	税前利润总额	资产总额
2012	1 185 345	2 488 202	669 582	17 495 034	228 255 503
2011	920 968	1 644 524	698 758	14 373 062	184 590 161
2010	1 012 523	1 106 033	304 445	11 586 829	134 159 831
2009	689 227	714 071	154 389	7 030 492	103 882 046

因此利用此数据求出 2009 年到 2012 年华润置地达到资本结构最优时的资产负债率表。

表 6-4 华润置地、企业最优及行业平均资产负债率

(单位：%)

	2009	2010	2011	2012
企业资产负债率	62.52	62.68	63.67	66.49
最优资产负债率	65.28	60.59	62.98	63.20
行业平均水平	62.26	65.60	66.53	65.97

从表 6-4 中的数据可以看出，2009 年华润置地的资产负债率低于最优资产负债率。2010 年到 2012 年随着企业的快速增长，企业的资产负债率均高于最优资产负债率。

2009 年华润置地的的发展还处在起步的阶段，在发展的过程中力求稳定发展未能充分利用最大负债降低企业平均资产成本实现高速发展的好处。

但是 2009 年之后，企业的资产负债率逐年升高，慢慢的超过其最优资本结构，说明华润置地在高速发展的同时没有良好的注重企业的财务风险及最优资本结构的优化。但是华润置地的资产负债率与行业的平均水平比较接近，因此相对于其他的大型房地产上市公司其资本结构较为稳定。

我们都知道影响企业资本结构的因素有很多，公式所能涉及的因素是有限的，并且公式的成立是在假设的前提条件下，假设的条件是与现实不相符的。采用公式计算的华润置地最优资本结构可以为企业的决策提供一个基础。

通过上文的分析中可以看出,在与行业十强进行对比的时候,华润置地的各项指标均优于房地产上市企业十强的平均值。更值得注意的是华润置地的资产负债率与整个房地产上市公司的平均值是比较接近的有的年份甚至要低于行业的平均水平,所以华润置地在资本结构方面是要优于很多实力相当的大型房地产上市企业。但是对华润置地自身资本结构的分析来看,2012年华润置地的资产负债率是较高于其最优资本结构的,所以说针对企业自身的发展,其资本结构还是存在一定问题的。

华润置地依靠其背后强大的母公司的支持,并不过分的担忧其融资的问题,所以总体来看华润置地融资渠道是比较单一的,其主要的融资渠道有股权融资、银行信贷和债券融资。

1. 股权融资——华润置地集团孵化模式

华润置地的“孵化战略”是在充分利用集团资金实力优势的基础上,集团提前来购买和持有一些土地,等到项目成熟时将这些土地按照市场价格注入公司,从而可以促进旗下相应公司的发展。从2005年到现在,华润集团向华润置地注入孵化过的资产已达9次,华润置地用大约100亿港元的现金和定向增发股票的方式换取集团公司约400亿港元的资金注入。

华润置地持有物业的特殊运营模式使其拥有足够的资金流,优质物业本来的收益预期作为其融资的保障,本质上是一个商业房地产项目融资。这是一种属于权益融资的融资方式,它具有比一般企业债和可转换债券更低的成本,而且权益控制具有更广的操作空间。

同时由于华润集团优质资金的注入,华润置地的总资产和净资产得到迅速提升,这使得银行和金融机构都非常的看好华润置地,并纷纷认为华润置地拥有良好的信用水平,为华润置地进一步地融资奠定了基础。

经过华润集团的九次注资,华润置地的经营业绩不断地增长。下表是华润置地从2001年到2013年上半年主要的经营指标。

截止到2013年6月30日,华润置地的营业额达到157.75亿港元,比去年同期的79.19亿港元增长99.2%;实现利润43.84亿港元,比去年同期的36.48亿港元增长20.2%。由此可见,华润置地近几年的突出业绩表现和成长性,如图6.3所示。

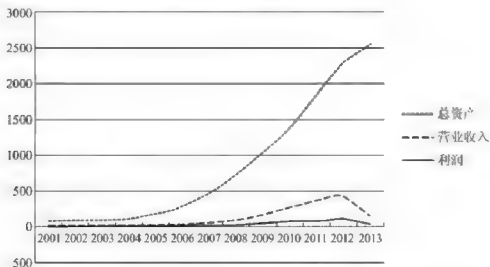


图 6.3 华润置地 2001 — 2013 年上半年的主要经营指标变化趋势图

表 6-5 是华润置地近年来主要融资渠道融资情况以及在 2005 年华润置地开始注入资金后华润置地股价的变动趋势。

表 6-5 华润置地 2005 年以来的主要融资渠道以及股价变化趋势

时 间	股价 (港元)	募集资金 (港元)	母公司持股变化
2006.1	3.725	10.95 亿	52.45%至 55.48%
2007.5	9.81	39.24 亿	
2009.5	14.34	43 亿	57.21%至 63.19%
2010.9	15.88	79.01 亿	63.19%至 65.4%
2011.8	12.8	70 亿	65.4%至 69.97%
2012.11		51.37 亿	

由图 6.4 可以看出在 2005 年华润集团对华润置地注资之后,虽然股价有一些起伏但总体来说股价一直是高于 2005 年没有注资之前。股价的上升无疑是增加了华润置地的融资能力。股价的上升意味着华润置地拥有更多的金钱,也就是说“集团孵化”模式极大地促进了华润置地的融资信用,帮助华润置地扩大了其融资渠道。

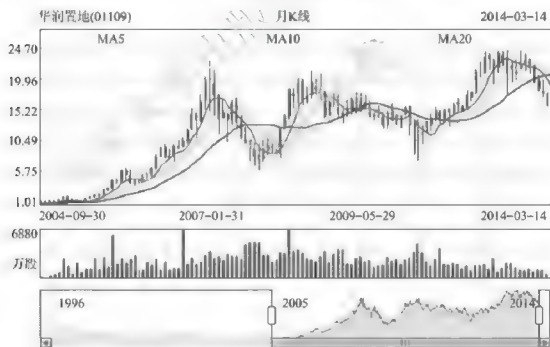


图 6.4 注入资金后华润置地股价的变动趋势

2. 银行信贷融资

“集团孵化”模式的展开不仅给华润置地的股票带来了质的飞跃。集团的注资提升了公司的财务指标,而且得到了广大股东的信任也包括赖以融资的银行业。由于资金对投资物业具有一定的限制,所以在进军商业的过程中,华润置地在资金方面的需求将不断增大。根据不完全统计,自 2013 年 1 月以来,华润集团通过向银行借贷为子公司担保等方式融资 4 次,融资金额分别为 8 亿港元、40 亿港元和 11.6 亿港元,前三次融资总额达

59.6 亿港元，最后一次贷款约 76 亿港元计算，那么华润置地 2013 年的融资额 135.6 亿港元，这远远高于 2012 年公告中显示的 100.2 亿港元的全年融资额度。由此可见华润置地在其资本运营方面具有独特之处。

在地产行业遭遇“史上最严厉调控”的背景下，银行对于房地产贷款实行收紧政策，但是华润置地却多次获得银行的授信，通过银行获得资金。银行及金融机构都认为华润置地具有良好的偿债能力。而且华润置地采用独特的经营模式使得华润置地在以后的资金流是稳健上升的，在今后强大资金流的支持下也是华润置地可以取得银行信任的一个重要原因。

综上所述，华润置地在融资方面有几大优势：一是以央企为背景；二是以母公司的信用与金融优势为依托；三是具有优越的商业模式。

3. 债券融资

在 2011 年 3 月份华润集团财务总监王国华指出，鉴于华润置地的负债成本较低，在集团的强大支持下华润置地与同行相比融资困难较小，今后的融资以债券融资为主，同时不排除建立地产基金的可能。从表 6-6 华润置地的财务报表相关数据中可以看出在 2011 年华润置地开始发行优先票据。2014 年 2 月 14 日华润置地宣布了将要发行 20 亿美元的中期票据。这说明华润置地的债务融资已经脱离了完全依赖银行的局面，开始试图寻求多元化融资渠道。

6.3 案例分析

6.3.1 华润置地资本结构的启示

(1) 华润置地债务结构不合理。与整个房地产上市企业甚至与行业十强相比，华润置地的资本结构优于其他的企业，但是对于其自身的发展，华润置地的资本结构还是不合理的，首先表现在其负债结构的不合理。从华润置地的融资渠道分析可以看出，在债务融资方面，华润置地在相当长的时间内是完全依靠银行贷款这种较短期的融资渠道，直到 2011 年华润置地才开始发行其债券的融资（见表 6-1）。

表 6-6 华润置地 2007—2012 年主要债务数据

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
一年内到期 银行借款	5 283 044	22 073 099	8 554 849	1 827 206	4 062 895	2 712 212
一年后银行借款	398 846 631	32 156 706	29 604 943	25 631 576	17 030 097	12 748 212
优先票据	7 735 149	7 753 723				
银行借款	45 167 675	54 229 805	38 159 792	27 458 782	21 092 992	15 460 424

从表 6-6 中可以看出，华润置地每年都有需要偿还的银行贷款，这无疑加重了企业的财务风险。



因此针对这样的情况，华润置地需要积极的开拓多元化的融资渠道，拥有多元化的融资渠道是华润置地资本结构优化的关键。只有拥有多元化的融资渠道才可以组合适合自身发展的融资结构。目前华润置地的融资渠道主要是银行贷款、债券及配股。融资渠道相对狭窄，作为一个快速发展的大型综合性房地产上市公司，这样的融资渠道并不能满足其对资金的需求和资本结构优化的要求。

(2) 面对政府宏观调控的加剧，寻求新的融资渠道已迫在眉睫。随着金融界的发展房地产信托投资基金和海外融资两种融资方式受到各大房地产上市企业的关注，很多大型房地产企业已经在这两条路上走得顺风顺水，例如万科。但是华润置地似乎还是没有开始对这两种融资渠道进行探索，因此华润置地脱离母公司的扶持后更加需要探索新的融资渠道。房地产投资信托基金的优势是：①房地产投资信托基金通常资金规模较大、期限较长，募集的大规模资金可以投资在各类型的房地产项目中，有效地分散了风险。②房地产投资信托基金是以股权的形式进行融资，因此不会使企业的负债增加、导致资产负债率上升、破坏企业的资本结构。③房地产投资信托基金对房地产企业的要求比较松，尤其对于中小房地产企业来说，不具备上市条件、银行贷款受限等严峻的形势下，房地产投资信托基金为其开辟了一条新的融资途径。④房地产投资信托基金的操作简便，中间环节比较少，这样不但减少了融资的周期更加减少了融资的成本。在缺少母公司的集团影响后，通过房地产信托投资基金可以使得华润置地同样通过较低的成本获得期限弹性较大的资金。且利用房地产投资信托基金进行融资不会增加企业的负债率，不影响企业资本结构的优化。

随着华润置地在国内外的影响力，以及国内房地产市场政策的紧缩，海外融资渠道也是不错的选择，海外融资的优势在于：①房地产海外融资成本低，房地产企业可以用低于国内融资成本的代价获得长期的资金。②房地产海外融资可以规避国内紧缩的融资政策和政府的宏观调控，很大程度上帮助了我国房地产企业实现融资目标。③海外上市对于房地产企业的要求不高，在国内上市受限的情况下，房地产企业纷纷寻求海外市场实施，以求融得发展资金。

因此，众多的融资渠道是华润置地今后发展的助推剂，在选择适合自身发展的融资渠道后，华润置地的生活会更上一层楼。

(3) 通过首次公开募股 (Initial Public Offerings, IPO) 或借壳上市的方式在证券交易所公开向投资者增发股票，以期募集用于企业发展资金的企业。在中国语境下，上市分为中国公司在中国境内上海或深圳证券交易所上市 (A 股或 B 股)、中国公司直接到境外证券交易所 (比如香港联交所、纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所、伦敦证券交易所等) (H 股) 以及中国公司间接通过在国外设立离岸公司并以该离岸公司的名义在境外证券交易所上市 (红筹股) 三种方式。

房地产上市企业的主要经营活动是房地产开发、经营、管理和服务等，是以营利为目的的进行自主经营、独立核算的经济组织。土地、建筑物及固着在土地、建筑物上不可分离的部分及其附带的各种权益构成了房地产。

依据房地产业的经营内容和经营方式，房地产上市企业可以分为三种类型分别是房地产开发企业、房地产中介服务企业和物业管理企业。其中房地产开发企业所经营的范围是房地产开发和经营。房地产开发企业通过城镇土地开发、房屋营造、基础设施建

设,以及房地产营销等经营活动获得利润。文中所提到的房地产上市企业是指上市的房地产开发企业。

6.3.2 华润置地房地产上市企业资本结构问题分析

近来,随着经济大环境趋势的下降,企业生产经营状况受到极大的影响,企业的资本结构优化成为一个热门话题,很多企业都在讨论如何从资本市场获得更多的收益,如何实现与资本的共赢。房地产上市企业作为资本密集型的企业希望实现与资本的共赢。本节主要分析了房地产上市企业资本结构的现状及存在的问题,只有了解了房地产上市企业当前的发展情况及主要问题所在,我们才可以针对其存在的问题找到相应的解决方法。

1. 房地产上市企业总体发展情况

2002—2012年是我国房地产上市企业高速发展的时期,这段时间里无论是企业的规模还是企业的资产都发生了跳跃式的发展。截止到2012年我国房地产上市企业的资产总额达到了31555亿元,相对于2002年的2367亿元增长了13.59%。由此可见房地产上市企业的规模增长几乎是呈几何式的增长。

房地产上市企业不仅在规模和总资产上取得了高速的发展,其销售业绩也是突飞猛进。在经历了2008年的经济危机后,房地产上市企业进行了一系列的整合与改进后逐渐恢复了良好的发展势头。本文主要研究2009年到2012年的房地产上市企业的营业收入和净利润并进行了分析,具体阐述了房地产上市企业的整体发展情况(见表6-2)。

表6-7 2009—2012年房地产上市企业的营业收入和净利润情况

	2009	2010	2011	2012
营业收入	91.58	133.42	157.42	192.59
净利润	19.67	27.83	31.57	36.82

由表6-7可以看出我国房地产上市企业在经历了2009—2010年的高速发展后营业收入总值达到133.42亿元同比增长45.69%。但是到了2011年国家的宏观调控力度加大,房地产上市企业的增长趋于平稳,增长速度有所下降。2011年较2010年营业收入增长17.99%,为了抑制过高的房价我国政府出台了一系列的宏观政策来调整房地产市场,可以看出效果还是比较显著的。经过一年的适应期,我国房地产上市企业在针对政策和经济的变化调整经营后行业的增长速度又有所加快。2012年房地产上市公司的营业收入达到192.59亿元,较2011年增长22.34%。

从图6.5中可以看出我国房地产上市企业的净利润的增长趋势与营业收入的增长趋势基本是一致的,但是可以看出在2010年净利润的增长速度明显低于营业收入,其原因是受高价地和项目进入结算期的影响。

在我国房地产上市企业发展如此迅速的情况下,企业的资本结构是否可以满足企业如此快速的发展是一个值得探讨的问题,伴随房地产上市企业的高速发展,企业的资本结构也要进行调整,否则高速的发展只会是昙花一现。

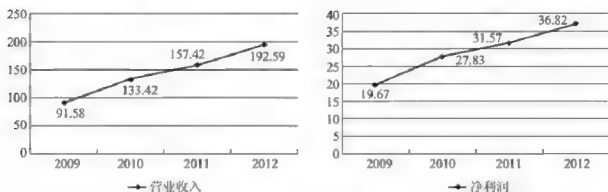


图 6.5 2006—2012 年房地产上市企业的营业收入和净利润变化趋势

2. 房地产上市企业总体资本结构现状及问题

企业的资本结构是指企业的权益资本和长期负债资本同企业总资本的比例关系，通常用资产负债率来表示。本节中，列举了在沪深上市的房地产企业和大陆在港上市的房地产的资产负债率及有效负债率分析目前我国房地产上市企业的资本结构现状，见表 6-8。

表 6-8 房地产上市企业有效负债率及资产负债率

	沪深上市房地产企业		大陆在港上市房地产企业	
	资产负债率 (%)	有效负债率 (%)	资产负债率 (%)	有效负债率 (%)
2009	62.58	47.68	61.15	46.19
2010	66.31	49.92	63.19	47.23
2011	67.43	53.41	63.43	50.38
2012	67.05	54.30	62.27	48.48

从图 6.6 可以看出从 2009—2011 年无论是沪深上市的房地产企业还是在港上市的房地产企业资产负债率都表现为逐年增长，但是在 2012 年，我国房地产上市企业的平均资产负债率都有所下降。企业的有效负债率是负债总额减去预收账款后与总资产的比重，更加真实地反映了企业负债占总资产的比例，企业的有效负债率与资产负债率的发展趋势基本一样。在 2010 年加强房地产调控以来，房地产上市企业逐步转变激进的经营策略，倾向稳定发展模式。我国的房地产上市企业逐渐领悟到稳定的现金流是使企业长远稳定发展的保证。为了实现这一目标房地产上市企业采用多元化的融资渠道，降低负债比例，优化企业的资本结构。

虽然 2012 年房地产上市企业的平均资产负债率有所下降但是对于个别大型的房地产上市企业来说资产负债率是有增无减。在 2012 年房地产上市企业的龙头企业绿地的资产负债率就达到 80% 以上，通常情况下房地产企业的资产负债率的警戒线是 70%，而绿地集团在 2014 年初更是达到 85% 的超高值，这不得不引起企业管理者的高度重视。除了绿地集团之外，龙头万科与招商地产的资产负债率也是远远高于房地产上市企业的平均资产负债率。图 6.7 为万科和招商地产 2009—2013 年资产负债率。

虽然在 2012 年我国房地产上市企业平均资产负债率有所下降，但是超过 60% 的资产负债率依然需要警惕。而且房地产行业的龙头企业的资产负债率甚至超过 80%。在这样严

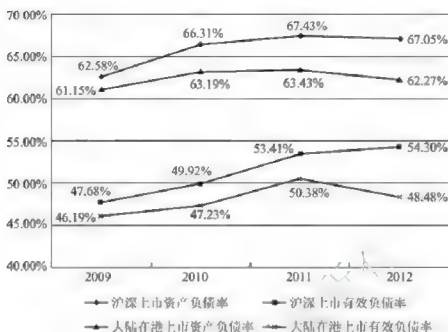


图 6.6 沪深上市房地产上市企业有效负债率及资产负债率

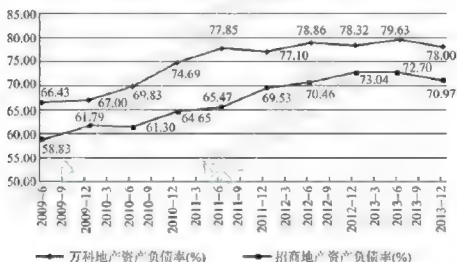


图 6.7 万科地产和招商地产资产负债率

峻的形势下房地产上市企业构建合理的融资结构，进行企业资本结构的优化迫在眉睫。

3. 房地产上市企业融资结构分析

房地产上市企业融资再遭警示。虽然政府的宏观调控加剧，金融政策收紧但是经济的回暖激发了房地产上市企业的投资热情，土地投资和项目规模扩张加速。扩张的后果是房地产上市企业需要更多的资金来支持其扩张行为，因此房地产上市企业需要构建合理的融资结构，实现企业的融资目的。但是目前房地产上市企业的融资环境还存在很多的问题，本节内容分析了房地产上市企业融资存在的问题。

(1) 债务融资主要依靠银行贷款。近年来房地产上市企业正在不断地增加，开发项目相应增加那么所需资金就会水涨船高，资金来源整体增速提高，与销售相关的预付款和按揭贷款回升幅度最大，国内贷款占比创历史新高。



2013年1月—2月,房地产开发企业总资金来源合计1.89万亿元,同比增长33.7%,是近两年来的最高增速。具体来看,国内贷款创历史新高,达3 938亿元,同比增长26.4%,占比20.8%,是2005年以来的最高水平;利用外资为88亿元,同比下降18.2%,占比仅为0.46%;自筹资金7 331亿元,同比增长22.3%,低于去年同期增速,占比小幅下降至38.7%;其他资金来源7 570亿元,同比大幅增长53.5%。其他资金来源中,受销售指标持续回升影响,定金及预付款为4 655亿元,为历史最高水平,同比增长66.5%,为近三年最高,占比为24.6%,较去年同期扩大7.8%;个人按揭贷款为2 057亿元,同比增幅继续扩大至58.7%,占比为10.9%。总体来看,除了自筹资金及利用外资,各类资金来源增速均高于去年同期。

我国房地产上市企业的债务融资来源主要是银行贷款,而且每一年都有增长。2013年更是达到一个历史的高度。房地产上市企业融资的单一性不仅不利于企业的发展也加大了银行的风险。房地产上市企业的借款如此的依赖银行,如果在还款期内企业经营不利,将给银行带来不可预计的灾难。

(2) 开发贷收紧的情况下信托也遭遇严峻考验。随着开发贷款的收紧,房地产信托业也受到牵连。国内大部分的房地产开发企业自有资金非常少,往往只占到开发金额的20%,然而银行贷款又逐渐紧缩,而且房地产的销售或租赁周期都比一般行业长,所以资金短缺是房地产企业所面临的一个长期状态。因此,大多数房地产上市企业都通过信托工具来实现融通资金。从2013年2月下旬开始,众多关于房地产市场方面的负面消息引起热议,比如多家银行暂停地产开发贷等信息。

根据益信托在线统计的数据显示,信托公司在2013年2月22日至2月28日期间共发行7个房地产信托,规模总共11.5亿元,平均年收益率为9.62%;在2月15日至2月21日期间,共发行11个房地产信托,规模为29.6亿元,平均年收益率为9.77%。但是在这两周之前也就是2月8日至2月14日期间,信托公司共发行28个房地产信托,规模总计83.06亿元,平均年收益率9.65%,因此房地产信托的发行数量与发行规模均降低了近一半。

从发行角度分析,信托公司截止至2013年3月6日共发行118个房地产集合信托,发行数量为421.97亿元,而去年同期发行了176个房地产集合信托,发行数量为552.72亿元。可以看出无论是从产品数量还是发行规模方面考虑,今年都有明显下降。

从成立角度分析,截止至2013年3月6日共有131个房地产集合信托成立,其融资数量为315.15亿元,平均收益率为9.59%。而2012年同期,共成立157个房地产集合信托,融资规模466.92亿元,平均年收益率为9.67%。因此房地产集合信托的成立规模与去年同期相比也有大幅下降。

在如此严峻的经济形势下,我国房地产上市企业的融资渠道虽然多,但是每一种融资渠道都有其局限性,而且受到国家宏观经济政策的影响。所以房地产上市企业要根据自身的发展选择合适的融资组合,不能随波逐流。摆脱单一的融资模式,逐步向多元化的融资渠道发展。

4. 房地产上市企业融资渠道受阻导致较高资产负债率

在衡量企业资本结构好坏时,通常选用企业的资产负债率来反映,房地产上市企业选择不同的融资渠道,融得的资金不同就会导致企业不同的资本结构。

2010年10月,证监会正式通知房地产企业的再融资申请将不被接受,而上市房企的再融资实际上从2010年第一季度开始就已停滞。面临具有较低融资成本的股权融资被叫停的现实,由于房地产上市企业股权再融资渠道已经封死,企业失去了较低成本获得资金的渠道。房地产上市企业开始利用高成本的信托或者到境外市场募集资金。这使房地产企业的资产负债率在近几年来不断提高。日前,境内股权融资市场仍未开放,许多大型上市房企通过境外发债的方式融资。A股IPO融资环境持续恶化,房地产企业股权融资被政府严格管制,有资格上市的房企很少,最近严厉调控之下,证监会暂停了房地产上市企业IPO与已上市房企的再融资申请,所以赴港买壳上市则成为内地房企融资主渠道。因此房地产上市企业的资产负债率与其他行业相比始终维持在一个较高的水平。据行业内的共识,65%是我国房地产企业资产负债率的火线,否则负债过高而自有资金过少就会产生财务风险。

2009年企业的资产负债率有所下降,但是之后的几年企业的资产负债率又有上涨的趋势,从2010年证监会出台政策后企业的资产负债率在2012年又达到73.1%的高度。因此注重房地产上市企业的资产负债率对企业资本结构非常的重要。

5. 宏观政策导致融资渠道受阻难度加大

两会提出的房地产调控新提法可以看出本届政府希望利用市场来解决房价问题。李克强总理曾屡次强调,当前环境下我国既无必要也无条件来不惜一切代价地保增长。根据这种理念以及我国目前表现稳健的货币政策,房价将会得到有效地遏制。面对日渐稳健的货币政策,银行对于房地产贷款风险的关注也在加大,银行已经紧缩房地产上市企业的贷款。在两会的新政策下房地产上市企业的银行融资渠道可能会受到进一步的约束。

与2013年相比房地产行业信贷已经收到新的行政政策的限制,特别是三四线城市住宅和二线城市商业地产受到很大影响。兴业银行是针对日前的信用风险最先做出反应的银行,在3月底之前兴业银行出台一个新的房地产授信业务管理政策,且兴业银行暂缓办理部分房地产新增授信业务、停办房地产夹层融资业务等措施相继实施,这样的举措对银行也具有好的指导意义。

在2014年1月因信贷集中,有的银行已经用完了全年30%的额度,国家政策意味着房地产贷款将不会停止,但是放贷金额比去年收紧。银行在经济形势下已经注意到房地产贷款带来的高风险,那么一些具有高风险贷款的银行根据宏观经济政策肯定会调整方向严控风险。

事实上,近年来银行的监管政策在一步步的加强,风险防控也在逐步地实施。尤其在2013年和2014年更加慎重地向房地产领域投放信贷,逐步收紧房地产领域的信贷投放。这样的举措无疑是对房地产市场的一个严峻考验,在这样的形势下房地产上市企业需要积极寻求其他的融资方式,实现多元化的融资模式,只有这样,房地产上市企业才可以保证足够的资金进行持续经营。

6. 房地产上市企业不注重内源融资的拓展

在融资有序理论中指出,企业在融资时要优先考虑内源融资,因为使用企业的自有资金的成本是最低的。但是从房地产上市企业目前的融资结构来看,资金的来源从外源融资的金额比重比内源融资的比重大。图6.8是房地产上市企业资金来源分配图。

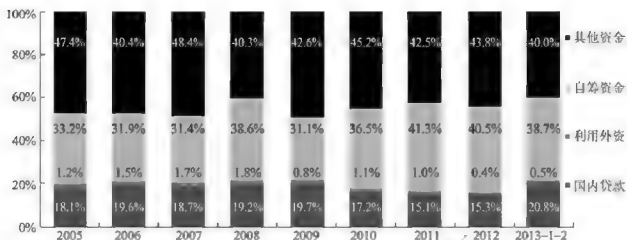


图 6.8 房地产上市企业资金来源比例分配图

从图 6.8 中可以看出，我国房地产上市企业在 2005 年到 2013 年 2 月份在所有筹集的资金中自筹资金的最高达到 41.3%，远远达不到一半的标准，企业比较重视外源融资。但是自 2009 年开始，房地产上市企业的自筹资金所占比重又开始上升，说明企业的思想已经开始转变。在 2010 年房地产调控以来，房地产上市企业从“高负债、高发展”的经营策略转变为“现金为王”的稳健型经营策略，开始重视企业的盈利能力。如果企业的盈利能力上升那么企业的盈余公积的比例就会增加，在企业进行项目开发时会有比较充足的自有资金。

企业的融资结构和资本结构有着密切的联系，企业资本结构的优化很大程度上是依赖我国房地产上市企业融资结构的构建。因此分析我国房地产上市企业的融资问题，构建合理的融资结构是优化企业资本结构重要步骤。上述内容主要分析了我国房地产上市企业目前资本结构的发展现状及融资结构存在的问题。我国房地产上市企业融资渠道相对较窄且比较单一，对银行过于依赖，不仅不利于房地产企业的发展也加大了银行的风险。但是我国的股票、债券和信托市场体系并未完善起来，没有完善的立法和监管加大了房地产上市企业的融资困难。我国房地产上市企业融资正处在一个发展的阶段，有许多的问题需要解决但也正是我们可以突破发展的地方。

7. 华润置地的发展注重内源资本的积累

华润置地通过集团和自身的发展在融资方面取得了巨大的成功，为华润置地执行其独特运行模式提供了强大的资金支持。华润置地的资金投入和运用最具特色的就是其商业地产模式，其以“住宅开发+投资物业+增值服务”为指导的生意模型和战略，是区别于其他以住宅为主营业务的房地产企业的最显著特征。

华润置地不仅开发住宅项目而且开发商业项目，这是其差异化运营模式的显著体现。一方面能够通过销售住宅促进资金回笼，另一方面对优质物业的 100% 持有，可以在成熟的经营下获得租金收入，获得源源不断的现金流，同时也能够提高企业的抗风险能力。

随着华润置地的的发展，投资物业资产也在不断地壮大，投资物业所占总资产的比例也是不断上升的，那么这种发展可以使华润置地投入的资金有所回报，逐步实现公司拥有稳定现金流的预期。投资物业的营业额也是在逐年增长，而且每年都是一个跳跃式的增长比

例。截止到2013年6月30日集团总资产253.93亿港元，华润置地投资物业资产账面价值为51.65亿港元，投资物业总值占其子集团总资产值的比重为20.34%。在2013年上半年持有型物业出租收益为25.17亿港元，同比增长33.6%。

华润置地特殊的商业模式为华润置地今后发展带来了非常大的好处，由于其商业地产的发展，企业的盈利能力在不断地上升，企业的现金流也会源源不断。如此经营模式成为我国房地产企业的一个标杆。

华润置地作为一个海纳百川的组织，在国内综合性地产开发商中是最具影响力的企业之一，也是在中国地产行业中规模最大、盈利能力最强的企业之一。在中国宏观调控限购住宅市场的环境下，众多竞争者逐渐开始争夺商业地产。在众多的竞争者中华润置地脱颖而出，华润模式无疑是充当着领跑者的角色。

华润置地的成功关键在于其差异化的商业模式，前面提到其差异化的前提是华润集团的大量注资，但是在华润置地日渐成熟的今后，要慢慢脱离其母公司的扶持，要运用其自身的发展实现行业领跑者的目标。那么在这种情况下，华润置地的自身发展对资本运营的要求进一步加深，没有了母公司的强大后盾，华润置地还要实现商业地产的高速发展无疑是华润置地面临的又一大挑战。

在中国房地产市场形势还算大好的今天，更多的集团企业愿意投资房地产市场并将其作为主营业务。但是在华润置地案例中，我们可以发现，它的主要融资渠道还是银行的贷款，且债务融资中几乎全是银行贷款，这使得华润置地的债务结构资本结构变得较为不合理。因此，房地产上市企业要想拥有良好的资本结构，多样化的融资渠道是实现自身发展的王道。

练 习 题

1. 什么是资本结构？
2. 最佳资本结构的图表是什么样的？



【拓展案例】

第7章

德信地产的房地产项目投资

教学目标

通过对本案例的学习，学生应能够掌握对项目投资战略决策进行分析并把握项目投资的宏观环境和微观市场，以判断项目在技术上的可行性及市场定位，掌握 SWOT 分析法在项目投资决策中的应用，掌握项目收益的预测和成本的估算、现金流量的构成，掌握各种投资决策指标的计算方法和决策规则，识别并评估投资项目的风险。

7.1 背景知识

项目投资是公司对于现在持有资金的一种运用，其目的是在未来一定时期内获得与风险相匹配的报酬。企业通过购买固定资产、无形资产，直接投资于企业本身生产经营活动，它是一种直接性投资。所谓房地产投资，是指资本所有者将其资本投入到房地产业，以期在将来获取预期收益的一种经济活动。房地产投资形式多种多样，房地产开发企业所进行的房地产开发是人们最熟悉的一种类型。

7.1.1 战略投资决策方法——SWOT

在企业战略投资决策方法中，最具代表性的方法就是 SWOT（Strength Weakness Opportunity Threat）分析方法，这种方法又称态势分析法或优劣势分析法，是用来确定企业自身的内部因素即竞争优势（Strength）和竞争劣势（Weakness）以及外部因素即市场机会（Opportunity）和潜在威胁（Threat），从而将公司的战略与公司内部资源、外部环境有机地结合起来。

房地产投资可行性研究中的 S（Strength）指一个项目自身所含有的，能使其在发展中超越其竞争对手的各个方面，或者指所特有的能提高项目竞争力的条件。具体包括：有利的竞争区位、充足的资金来源、良好的企业形象、先进的技术力量、良好的产品质量、可观的成本优势等。W（Weakness）也是组织机构的内部因素，指某种项目自身缺少或做

得不好的东西,或指某种会使项目处于劣势的条件。具体包括:区域偏远、配套不足、技术落后、资金短缺、经营不善、库存积压、竞争力差等。O (Opportunity) 指在项目所处的外界环境中,对其发展有帮助的各种机遇,未来可转变为提高项目竞争力的条件,属于外部因素。具体包括:市政发展规划、税收优惠政策、区域发展潜力、新兴需求激发、竞争对手失误等。T (Threat) 指项目在所处的外界环境中,所面临的各种威胁或挑战,未来可转变为使项目处于劣势的条件,属于外部因素。具体包括:新的竞争对手、市场需求紧缩、客户偏好改变、行业政策变化、整体经济萧条等。

SWOT 分析法用系统的思维将传统对优势、劣势、机会、威胁这些因素进行孤立分析的方法做了改变,将其相互匹配综合分析,有助于企业制定发展战略和运作规划。基于此,通过配对,得到四组战略,分别是 SO 战略、WO 战略、ST 战略和 WT 战略,见表 7-1。

表 7-1 SWOT 矩阵

外部因素 内部条件	优势 (Strength)	劣势 (Weakness)
	机会 (Opportunity)	威胁 (Threat)
机会 (Opportunity)	SO 战略: 依靠内部优势, 利用外部机会	WO 战略: 利用外部优势, 克服内部劣势
威胁 (Threat)	ST 战略: 依靠内部优势, 回避外部威胁	WT 战略: 克服内部劣势, 回避外部威胁

7.1.2 项目投资的特点

1. 项目投资的一般特点

(1) 投资金额较大。一般在企业全部资产中所占比重较大。尤其是工业企业, 固定资产作为生产的技术装备及物质技术基础, 往往需要投入大量的资金。

(2) 影响期限较长。项目投资一旦实施, 很难改变用途, 对企业的生产经营活动会产生持续、长久的影响。

(3) 投资风险较大。投资一经完成, 将会长期影响企业的生产和经营, 而在这较长的时期内, 市场和企业的供、产、销、人、财、物等因素经常变化, 不确定因素较多, 投资风险较大。

2. 房地产项目投资的特点

(1) 投资对象的固定性和不可移动性。房地产项目投资的对象是土地、土地上的建筑物及建筑物的附属物, 这些资产都具有固定性和不可移动性。

(2) 房地产的异质性。由于土地是不可移动的, 房地产所在的场所是不同的, 而且房地产的结构、质量、楼层、朝向等也会有所不同, 因此房地产具有异质性。



(3) 投资过程周期长、成本高。整个房地产投资的实际操作,就是房地产整个开发过程。对每一个房地产投资项目而言,它的开发阶段一直会持续到项目结束,投入和使用的建设开发期是相当漫长的。房地产投资的高成本主要源于以下几个原因:一是土地开发成本高;二是房屋建筑物的价值高;三是房地产经济运作中交易费用高。

(4) 房地产投资要求的环境约束性较高。建筑物是整个城市中的一个重要组成部分,在一个城市中,客观上要求有一个统一的规划和布局,建筑物的密度和高度也要符合城市整体规划的要求。同时,建筑物还要有助于维护和改善生态环境。因此,建造各种不同用途的建筑物必然要受到城市规划和环境的约束。这样,在房地产投资中环境问题也是投资者需要考虑的一个重要的因素。

(5) 房地产资产的低流动性和耐久性。房地产投资成本高,房地产交易通常要一个月甚至更长的时间才能完成;而且投资者一旦将资金投入房地产买卖中,其资金很难在短期内变现。所以房地产资金的流动性和灵活性都较低,同时,房地产投资又有既耐久又能保值的优点。房地产商品一旦在房地产管理部门将产权登记入册,获取相应的产权凭证后,便得到了法律上的认可和保护,其耐久保值性能要高于其他投资对象。

(6) 房地产的高投资与高风险令市场进入的“门槛”很高。房地产投资获取未来利益的不可确定性即风险性,任何盈利性投资都存在风险,只不过风险大小不同。房地产投资在所有投资形式中是属于风险较大的一种。由于土地资源的稀缺性和房屋建筑本身的昂贵性,使得房地产投资所需的资金数额十分巨大,动辄以亿元计,没有雄厚的资金实力者绝不敢问鼎。且资金周转周期长,其投资的风险因素也将增多且难以预测。一旦投资失败,资金不能按期收回,投资者就会陷入入不敷出、负债开发的困境,严重影响其生存和发展。

(7) 房地产投资回报率高、收益极大。按照市场经济下“受益与风险成正比”的规律,高投入与高回报、高风险宛如孪生兄弟。与任何投资一样,房地产投资也是一项收益和风险并存的经济活动。根据投资学中风险报酬的原则,如在其他条件不变的情况下,投资项目的风险越大,其收益越高。人们对房地产需求日益增长而使房地产具有保值、增值的优点,正是这一特性使房地产投资能抵御通货膨胀对资本价值的影响,这种高的预期收益潜力吸引着众多的投资者乐于冒险投资此行业。

(8) 房地产的不动性与耐久性令资产价值的地域差异很大。由于土地与房屋不可移动,因此不能真正在供与求之间“流通”,也不能实现调余补缺,故同质同量的不动产在价值上却存在极大的地域差异,这使得投资地点的选择成为房地产投资中一个生死攸关的因素。

(9) 进行房地产投资要有专门的知识 and 经验。由于房地产投资涉及的程序和领域相当复杂,直接参与房地产投资时就要求投资者具备专业的知识和经验,这就限制了参与房地产投资的人员数量。投资者要想达到预期的投资目标,同样也对其专业知识和经验有较高的要求。

(10) 自有资金比例低,融资渠道与融资成本成为重要的制约因素。正因为房地产投资对资金有巨额需求且风险过大,几乎没有一个开发商会完全以自有资金投入其中,而总是以各种方式筹集资金以分散风险。

7.1.3 项目投资决策程序

1. 投资项目的提出

产生新的有价值的创意,进而提出投资方案是非常重要的。公司整体战略是项目投资战略规划的依据。根据公司投资战略对各投资机会加以初步分析,从所投资行业的成长性、竞争情况等进行分析。投资方向初步确定以后,在投资方案设计前应进行广泛的信息分析与收集工作,从财务决策支持网络中调出并补充收集有关总市场规模、年度增长率,主要或潜在对手的产品质量、价格、市场规模等信息,分析自己的优劣势,选择合适的投资时间、投资规模、资金投放方式,制定出可行的投资方案。

2. 投资项目的论证

投资项目的论证主要涉及以下几项工作:对提出的投资项目进行分类,为分析评价做好准备。计算有关项目的预计收入和成本,预测投资项目各期的现金流量。运用各种投资评价指标,把各项投资按可行性的顺序或根据某一标准进行排队。编制项目可行性报告。项目正式立项后,由项目小组负责对项目进行可行性分析。通过对以下几个方面的评估确定项目的可行性:相关政策法规是否对该业务已有或有潜在的限制;行业前景与行业投资回报率;公司能否获取与行业成功要素相应的关键能力;公司是否能筹建项目投资所需资源。如项目不可行,应通报相关人员并解释原因;如项目可行,则向董事会或项目管理委员会递交可行性分析报告。如果董事会通过了项目投资的可行性分析报告,则投资管理部门应聘请顾问公司对投资项目的实施进一步论证,并开始投资项目的洽商,以确定其实际可行性。项目小组确认项目的可行性后,编制项目计划书提交总经理保留参考并指导项目实施。

3. 项目的评估与决策

这一阶段主要是综合论证投资项目在技术上的先进性、可行性和经济上的合理性、盈利性。一般由企业的经营者来组织项目所涉及的各方面专家来完成,其论证所形成的可行性报告是整个投资项目的基础,应确定建设方案,包括建设规模、建设依据、建设布局和建设进度等内容。项目评估一般是委托建设单位或投资单位以外的中介机构,对可行性报告再进行评价,作为项目决策的最后依据。项目评估以后,将项目投资建议书报有关权力部门审批批准。

4. 项目实施与再评价

在投资项目的实施过程中和实施后都要对项目的效果进行评价,以检查项目是否按照原先的计划进行,是否取得了预期的经济效益,是否符合公司总体战略和公司的投资战略规划。在投资项目建成投产后,还要评价投资项目是否实现预期目标。

7.1.4 项目投资决策参数的估计和决策指标

在项目投资决策中,与投资项目决策相关的基本参数有两个:现金流量和贴现率。

1. 现金流量

在投资决策中,现金流量是对投资项目引起的现金流入量和现金流出量的总称。投资



项目在一定时间（通常是年）的现金流入量和现金流出量的差额称为净现金流量。为了方便方案的评价，通常把投资项目整个时期的现金流量划分为三个部分，即初始现金流量、营业现金流量和终结现金流量。

初始现金流量，即在项目投资期发生的现金流量，一般包括固定资产上的投资、流动资金的垫支额、无形资产的投资和其他投资等。

营业现金流量，是指在整个生产寿命期内正常生产经营活动产生的现金流量，包括营业收入、付现成本和税金等。

终结现金流量等，是指投资项目生产寿命期结束时发生的现金流量，包括固定资产残值的变价净收入等。

估计投资方案现金流量，会涉及很多变量，并且需要企业有关部门的参与。财务人员的主要任务是：为销售、生产等部门的预测建立共同的基本假设条件，如价格水平、贴现率、可供资源的限制条件等；防止预测者因个人偏好或部门利益而高估或低估收入和成本。

房地产投资项目的现金流出主要包括开发成本、开发费用和经营税费三部分组成，其中开发成本也就是直接成本，包括土地费用、建筑安装工程费用、前期工程费用、基础设施建设费用、公共配套建设费用、开发期间税费、其他费用以及不可预见费用等；开发费用也就是间接成本，包括管理费用、财务费用和营销费用；经营税费主要包括与交易有关的销售税金（营业税及附加）、土地增值税等。而现金的流入就是住宅、商铺和车位的销售收入。

在确定投资方案的相关的现金流量时，应遵循的最基本的原则是：只有增量现金流量才是与项目相关的现金流量。为了正确计算投资方案的增量现金流量，需要正确判断哪些支出会引起企业总现金流量的变动，哪些支出不会引起企业总现金流量的变动。在进行这种判断时，要注意四个问题：区分相关成本和非相关成本；不要忽视机会成本；要考虑投资方案对公司其他部门的影响以及对净营运资金的影响。

2. 贴现率

贴现率是项目投资者要求的最低报酬率。通常贴现率的确定方法有三种：以企业加权平均资本成本作为项目贴现率、资本资产定价模型以及数量统计法。

3. 项目投资评价指标

项目投资评价指标也是房地产项目投资评价指标，房地产项目财务评价是在市场调研、项目定位、投资估算、收益预测等基本资料和数据的基础上，通过计算财务评价指标，对房地产项目的财务盈利能力和资金平衡情况进行分析。根据财务评价指标的作用不同，可将房地产项目财务评价方法分为静态分析和动态分析两大类。静态分析不考虑资金时间价值，适用于开发周期较短的项目，具体指标有利润总额、净利润、销售毛利率、销售净利率和静态投资回收期等。动态分析考虑到了项目的整个寿命期，也考虑到了资金的时间价值，计算比较杂但其结果比较全面准确，具体指标有财务净现值（NPV），财务内部收益率（IRR），获利指数和动态投资回收期等。具体计算见下表7-2。

表 7-2 项目评价指标

项 目	计 算 依 据
销售毛利率	毛利润 / 销售收入
销售净利率	净利润 / 销售收入
静态投资回收期	通过项目投产后的现金净流量收回初始投资所需要的时间。假设 T 为项目各年累计现金净流量首次出现正值的年份, 投资回收期可按下式计算: $PP = T - 1 + \frac{\text{第 } T-1 \text{ 年累计现金净流量的绝对值}}{\text{第 } T \text{ 年的现金净流量}}$
净现值	指在整个建设和生产服务年限内各年现金净流量按一定的折现率计算的现值之和。其计算公式为: $NPV = \sum_{i=0}^n \frac{NCF_i}{(1+r)^i}$
内部收益率	指项目净现值为零时的折现率或现金流入量现值与现金流出量现值相等时的折现率。内部收益率满足下面公式: $NPV = \sum_{i=0}^n NCF_i (1+IRR)^{-i} = 0$
动态投资回收期	考虑货币时间价值的回收期。计算公式: (累计净现金流量现值出现正值期数-1)+(上期累计净现金流量现值绝对值/当期净现金流量现值)
获利指数	是指投资项目的未来现金净流量 (NCF) 现值与初始投资额 (I_0) 的比率。其计算公式为: $PI = \frac{PV(NCF)}{I_0}$

7.2 案例资料

改革开放 40 年来, 中国房地产业发生了天翻地覆的变化, 实现了从无到有, 从计划到市场的历史性转变。尤其是从 1998 年下半年开始, 全国城镇全面停止住房实物分配后, 近十多年来, 我国房地产业取得飞速发展, 产业地位日益提高, 为改善人民的居住条件和促进国家经济高速发展作出了巨大贡献。也正是因此, 国内近几年房地产业投资兴起, 越来越多的投资者涌入到房地产开发、投资的热潮中, 市场出现了“泡沫式”的繁荣景象, 使得房地产业一度处在褒贬不一的风口浪尖。

从 2007—2014 年, 短短 8 年的时间, 国家各级政府部门无论是宏观调控还是政策救市, 接连出台了各种各样的“国 N 条”措施, 整个中国房地产市场经历了“过山车式”变化, 其速度之快, 远远超过了一个正常行业周期的自然规律。由此可见, 我国房地产业与发达国家相比, 尚不成熟, 仍然存在着诸多问题。再加上投资周期长, 资金需求大, 技术要求高, 市场环境复杂多变, 易受区域社会经济影响等因素, 过往几乎没有风险的暴利时代已经不复存在。目前房地产投资开发所面临的风险性越来越大, 比如政策风险、市场风险、财务风险、经营风险等。如何控制这些风险, 并在这种高风险性下获取较高收益已经



成为房地产行业投资者们的关注焦点。因此对房地产项目做投资可行性研究也已经成为投资前的必要课题。

7.2.1 德信地产介绍

德信起步于1993年,系一家专注城市品质房地产开发的全国性地产集团,具备房地产开发及物业管理国家双一级资质,2013年销售金额达60亿元,为中国房地产百强企业。多年来,德信也赢得了客户、合作伙伴、业内同行、政府的广泛信任和赞誉。2004年1月公司通过ISO9001:2000质量体系认证,并多次在专业机构进行的客户满意度调查中名列前茅。连续6次被评为“浙江省优秀房地产企业”;连续多年蝉联杭州市人民政府授予的“来杭投资企业先进单位”称号;历年被浙江省工商局授予“守合同、重信用”单位、“劳动诚信企业”、“年度诚信纳税户”、第三产业“综合优胜”民营企业等称号;荣获“中国房地产最具成长力企业100强”、“浙江省十大住宅产业领军企业”、“最具影响力地产品牌”、“典范中国房地产品牌企业”、“浙江省最佳雇主”、“浙江省知名商号”等多项殊荣。品牌号召力逐渐深入



【拓展视频】

人心、行业影响力持续扩大。

目前德信已形成以房地产开发为主的四轮驱动产业格局,控股子公司40余家,总部设在中国杭州,员工人数达800余名。集团始终坚持“稳扎稳打,适度扩张”的发展思路,历经二十一年的潜心发展,德信已成为具规模、跨区域、专业化的房地产开发企业,足迹遍及杭州、合肥、长沙、连云港、德清、金华、广德、浦江、徐州、长兴、海盐、温州等全国各级城市,截至2013年12月底,开发总量超过1000万平方米,年开发能力超过150万平方米。产品覆盖普通公寓、多层电梯公寓、高端住宅、排屋、别墅、写字楼、综合商业等多种物业形态。

本案例以德信公司在2014年9月10日(即2014年8月29日杭州全面松绑实施了12个月的“房地产限购”政策后举行的第一场土地拍卖会上)以127168.00万元总价竞得杭政储出【2014】22号商品房开发用地为个案,以当时为价值时点对其投资可行性进行分析研究。

7.2.2 房地产投资项目介绍

1. 地理区位

本项目位于杭州市江干区规划的城东新城板块内,围绕杭州火车东站综合交通枢纽而进行大规模开发建设,地属杭州城东部,是杭州城市东大门,东连下沙副城,南接钱江新城,跟西湖风景区5公里,距杭州萧山机场18公里,由秋涛(石桥路)、德胜快速路、沪杭高速和良山西路围合而成,规划总用地面积9.3平方公里。

2001年,杭州城市发展战略确定为“城市东扩、旅游西进、沿江开发、跨江发展”;2006年,杭州决定“1500亿,决战东部”,由此拉开城东新城建设序幕;2008年,国务院通过《进一步推进长三角改革开放和社会发展指导意见》,杭州提出“接轨大上海、融入长三角、打造增长极、提高首位度”的重大举措,加快了城东新城建设步伐。城东新城总建筑面积约为1400万平方米,定位为以现代化综合交通枢纽为依托,以商务办公、商

业休闲、旅游服务、居住生活功能为主体的现代新城市中心，其独一无二的地理和交通优势带来巨大人流和商机，将“沪杭同城”效应进一步升级，让上海多一个西湖，让杭州多一条黄浦江成为现实，将使沪杭两地实现跨越式发展的互惠局面。



2. 宗地四至

本项目宗地东北至明月桥路，东南至天城路，西南至环站东路，西北至花园兜路。整个宗地内部平整，前期工程投入不大，且地形方正，有利于规划【拓展案例】设计。宗地西北侧为同类商品房用地，且在有一天挂牌出让，虽然规模较小，但未来仍然面临直接竞争；宗地东北侧为在建安置房小区，未来对区域品质会有一定程度影响；宗地西南及东南面均为规划待出让土地，道路畅通。

3. 资源环境

(1) 交通资源。

道路：本项目处于城东新城彭埠单元花园区块，城东新城由德胜路、秋石高架、良山西路、绕城高速四条城市快速路围合而成，连通杭城，交通便捷；其内部内主干道有“三横”——机场路、天城路、新塘路连接天城单元和彭埠单元，“三纵”——新风路、创新路、同协路贯穿南北。

地铁：本项目距离东站枢纽和地铁彭埠站均在1公里范围内，且项目地下与明月桥路地下步行街相连，可以无缝衔接地铁1号线和1号线换乘彭埠站，享东站枢纽零换乘便利。高铁：杭州火车东站已于2013年7月1日正式开通，1小时沪杭同城的高铁生活催生板块价值的同时，也扩大了未来潜在客群基数。

(2) 环境配套。

本项目处于城东新城花园区块，花园区块为城东新城规划7大住宅片区中最大片区，由德胜路、同协南路、天城路、东宁路围合而成，以南隔天城路与城东新城核心商业商务区相连，片区内规划有4所幼儿园、1所小学、1所九年一贯制学校、1座配套服务中心、两座公园。

教育：本项目北侧规划有小学、幼儿园。

医疗：城东新城现有医疗配套缺乏，可前往3公里范围内的解放军117医院机场路院区、杭州浙江省公安边防总队医院分院等。

商业：本项目周边现主要为世纪华联等生活超市，大型商业配套缺乏。但城东新城核心商业商务区规划有华润万家、港龙城等商业配套，未来商业氛围浓厚。



4. 技术指标

用地面积：52 064 平方米。

用地性质：住宅（设配套公建）用地。

【拓展知识】

控制指标：容积率不大于2.3，建筑密度不大于28%，绿地率按《杭州市城市绿化管理条例》执行且不小于30%，建筑限高50米。

建设内容：住宅建筑面积不少于地块计容积率的总建筑面积的90%，无保障性住房配建，住宅套型建筑面积90平方米以下所占比例无要求。

配套设施：配套公建总量控制在地上总建筑面积的10%以内；社区服务用房按不小于每百户30平方米控制，且建筑面积不小于400平方米；养老设施按不小于每百户20平方



米控制，且建筑面积不小于300平方米；配建60平方米公厕一处，30平方米垃圾收集房一处。以上附建设施含在地上容积率内，建成后无偿移交相关部门。

交通组织：机动车出入口通过东侧明月桥路和北侧花园兜街设置，其中明月桥路出入口按右进右出组织交通；本项目机动车配建按《杭州市城市建筑工程机动车停车位配建标准实施细则（2013）》的相关规定执行；沿天城路结合公交车站点可设置人行出入口，另需设置1处21辆公共自行车点。

建筑要求：建筑后退、日照间距、地下空间、竖向设计等应符合《杭州市城市规划管理技术规定（试行）》及《浙江省城市建筑工程日照分析技术规程》等相关文件的要求。

5. 周边规划

本项目位于规划城东新城区域内，总规划用地面积931.57万平方米，从其用地规划图中可以明显看出，基本以商业办公用地和住宅配套用地为主，辅以绿化公园用地和中小学教育用地，规划以火车东站交通枢纽为核心，体现具有现代化国际形象的都市门户地区。

其中以火车东站沿线为界，分为东北侧的彭埠单元和西南侧的天城单元两大板块，将形成以现代化交通枢纽为依托的城市副中心，融合杭派印象和海派意向。本项目所属彭埠单元以商务办公兼容居住生活为主，而天城单元则以居住生活兼容商业休闲为主。

6. 发展价值

受区域发展规划和政府政策支持的影响，预测未来2~3年宗地价值会有较大幅度的提升。同时，运用FAB价值分析判断本项目的发展价值（见表7-3），其中F（Features）指项目本身的特性或属性，即项目有什么；A（Advantage）指项目的优势，即项目好在哪里；B（Benefit）指项目基于用户的价值点，即项目有什么价值。

表 7-3 FAB 价值分析表

项 目	F(Features)	A(Advantage)	B(Benefit)
地理区位	城市副中心 (城东新城)	政府大力扶持 区域日渐成熟	后发制人
资源环境	高铁 地铁 商业 学校	双铁生活 一站式消费 教育	出行便利 适合新婚
宗地指标	12 万方住宅区 2.3 容积率	宗地方正平整 无“90/70”限制	体量适中 精品规划 改善需求
周边规划	商务办公 居住生活 商业休闲 旅游服务	潜在客群 未来配套	营销导向

根据以上项目属性分析，受区域发展规划和政府政策支持的影响，预测未来2~3年宗地价值会有较大幅度。

7.3 案例分析

7.3.1 项目的战略决策研究

1. 宏观经济

(1) GDP 发展水平。

杭州位于中国东南沿海,是中国东南重要交通枢纽,中国最大的经济圈——长江三角洲地区重要的第二大城市,经济发达,经济总量居全国省会城市第二位,经济综合实力跻身全国大中城市前十位。近几年,杭州市经济发展基本保持稳定快速增长的势头(如下图 7.1 所示),总经济体量一直位列长三角城市前列,且 2014 年人均 GDP 贴近 17 000 美元大关(如图 7.2 所示),超过北京和上海,标志着步入“上中等”发达国家水平,为房地产市场的发展提供了有力的经济支撑。

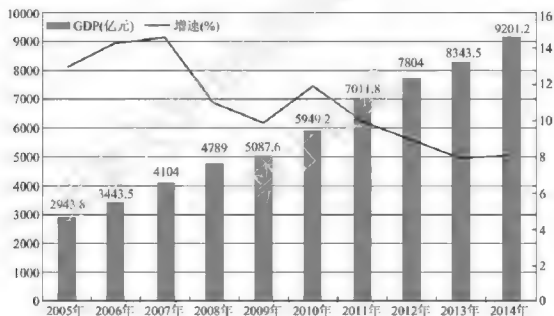


图 7.1 2005—2014 年杭州 GDP 发展走势

(2) 固定资产投资水平。

杭州市近几年固定资产投资呈现较大幅度的快速增长,2014 年杭州固定资产投资达 4 952.7 亿元,增速接近 20%,其中房地产是主要贡献行业,从本项目所在区域江干区来看,固定资产投资份额达 413.8 亿元,位列全市前茅,仅次于余杭和萧山两个相对独立区,可见江干区的房地产市场在杭州主城区中的地位。

(3) 房地产投资水平。

近几年,杭州市房地产投资水平增长迅速,但由于受到宏观调控影响,增速波动较大(如图 7.2 所示)。从 2014 年的房地产市场运行评价指标来看(见表 7.4),就整个

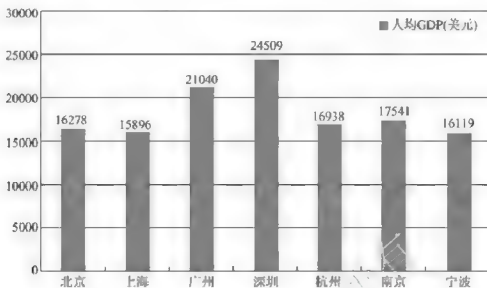


图 7.2 重点城市 2014 年人均 GDP 比较

杭州而言,房地产行业正处于一个高速发展阶段,房地产投资额无论是占 GDP 总量还是占固定资产投资总量都超出正常指标范围,存在一定过剩风险,也正是基于此,受政策影响 2012 年开始房地产投资增速有所放缓,虽然 2014 年限购、限贷等政策有所放宽,但过往积压的较高库存仍然需要较长的一段时间消化,并且 2012—2014 年房地产投资增长率维持在 15%~25% 的基本正常水平之间,平稳发展是未来房地产市场的主题。

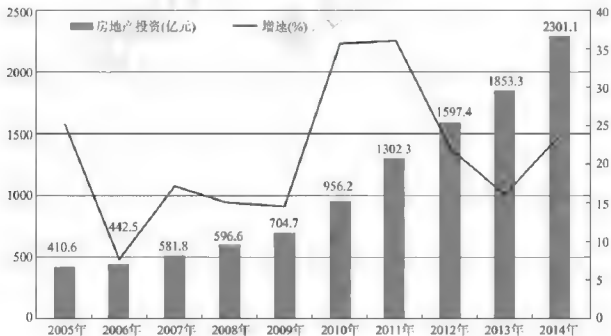


图 7.3 2005—2014 杭州房地产投资发展走势

表 7-4 房地产市场运行评价指标

指标类别	异常	基本正常	正常运行	基本正常	异常	2014年
房地产开发投资额 增长幅度	<-5%	-5%~5%	5%~15%	15%~25%	>25%	24.2%
	适度投资有利于拉动整体经济增长,但增幅过高,将使供给过量,若无有效需求匹配,将导致供过于求					
房地产投资额/GDP	<5%	5%~10%	10%~15%	15%~20%	>20%	25%
	反映房地产投资规模的基础指标,正常合理指标为10%~15%					
房地产投资/ 固定资产投资	<15%	15%~20%	20%~30%	30%~35%	>35%	46.5%
	反映固定资产投资结构是否合理的基础性指标,发达国家的比例为20%~30%					

(4) 人口发展水平。

杭州全市常住人口现状为890万人,户籍人口现状为外来人口接近200万人,城镇化水平现状为64%,规划至715万人,2020年,城市规模将达930万人,户籍人口将达820万人左右,城市化率达84%,巨大的人口导入力,为房地产市场的活跃提供了强大的人口支持。

(5) 人均收支水平。

近五年,杭州家庭人均可支配收入的高速增长转化成为了强大的购买力,推动房地产价格水平的日益提升。而另一方面,从杭州家庭人均非消费性支出可以看出,其中80%左右应属于购房支出,足见近五年杭州房地产市场的迅猛发展,但其波动也显现出在宏观政策变化导致市场变化的情况下,购房预期随之而变(见表7-5)。

表 7-5 2010—2014 杭州人均可支配收入与非消费性支出

(单位:元)

年 份	2010	2011	2012	2013	2014
可支配收入	30 035	34 065	37 511	39 310	44 632
非消费性支出	9 737	10 868	9 919	12 231	12 500

(6) 产业结构发展水平。

第三产业在杭州经济发展中的作用举足轻重,也是未来杭州经济结构转型与提升的关键所在。目前从整个产业结构的对比来看,杭州以二、三产业两分天下,但第三产业呈现逐年增长趋势。2009年第三产业比重超越第二产业,2014年第一、二、三产业比重分别为3%、41.9%、55.1%。房地产市场的发展一定是基于第三产业的大力发展,未来空间随之增加。

2. 市场分析

(1) 土地市场。

近年杭州土地市场可谓波澜起伏,从2010年开始,商品房用地成交量连续三年下跌;到2013年随着商品房市场的火爆,土地市场也爆发式增长,在毫无征兆的情况下直接登上近五年的顶峰,尤其是外来品牌开发商进入杭州开启土地市场争夺大战;而2014年同样受商品房市场的疲软,土地市场再次大幅下滑。由此,可以明显看出近几年房地产开发



商对于土地市场和商品房市场的连锁反应极其敏感,高周转、去库存、少囤地已成为目前房地产开发的主流方向。另外,一大区域中萧山一直以来不温不火,主城区逐渐被余杭取代,但2014年余杭下跌最大。

2014年全年杭州八区共成交63宗住宅及商住用地,合计土地面积313.4万平方米,因此而产生的新增商品房供应面积为736.7万平方米,未来市场压力不容小觑。另外,平均土地溢价率为4.6%,远远低于2013年,继当年十七家外来大鳄涌入杭州后,2014年全年没有一家全国性大型房企进入杭州,绝大多数开发商不敢增加土地储备,合作拿地也越来越普遍,开发商正以合作模式抵御风险。本项目所属城东新城板块从2010年至今,共出让11宗商品住宅用地楼面地价在9 254~14 711元/平方米,其中已有7宗地块开发在售,销售均价在18 000~22 500元/平方米,由此可见,本项目楼面地价10 620元/平方米,具有一定的地价优势。

(2) 整体供需。

从长期来看,杭州将有较旺盛的需求。拥有“东方休闲之都,品质生活之城”美誉的杭州,其极好的自然历史景观与完善的城市配套建设,营造了高品质的居住氛围;较为宽松的户籍政策,四大国家级未来科技城落户地之一的优质创业环境,吸引着新杭州人在杭州定居立业;同时,杭州地处经济发达的浙江省,来自省内周边地市以及全国各地的新杭州人也为省会城市杭州的房地产市场提供了源源不断的置业需求。

但从短期来看,2010—2011年这五年供应方面逐年激增,导致目前库存高企;需求方面经过2010—2011年的低谷过后,后三年趋于稳定,但稳定的背后更多是以价换量的结果,导致近几年价格波动较大。整体市场逐渐表现出一定风险性,过往的“黄金时代”已悄然离去。

从城东新城板块2010—2011年商品住宅市场整体供求量价情况来看,头两年区域尚不成熟,供求相对较弱,但价格却在买卖双方心理预期的引导下直接站在20 000元/平方米以上的最高峰;近三年随着高铁、地铁的相继开通,区域逐渐成熟,供求两旺,但价格受整体市场影响出现波动,成交量已连续三年下降。外部环境若无较大利好出现,市场风险可能持续加剧。

从杭州八区和城东新城的商品住宅库存量情况来看,库存量逐渐激增,截止到2014年年末,杭州八区库存89 382套商品住宅,其中城东新城库存4 618套商品住宅,仅占5%,比重较少;杭州八区近五年年均销售56 036套,目前出清周期为20个月,而城东新城近五年年均销售3 524套,目前出清周期为16个月,相比整体市场略好。

(3) 价格走势。

项目所在江干区商品房价格处于杭城各区中等水平,与其他城区相比,价格相对稳定,围绕20 000平方米上下小幅波动,受制调控存在一定影响,但价格波幅主要源于不同区域的供需,江干区涵盖钱江新城、城东新城和九堡板块三大区域,价差较大。

(4) 竞争分析。

① 板块竞争。根据本项目所示区域及周边楼盘分布,将之划分为两大竞争板块,即本项目所在东站板块及东北方向最直接竞争的普福板块,其中东站板块有可比案例7个,普福板块有可比案例7个(见表7-6、表7-7)。

表 7-6 竞争板块各楼盘供求量价

竞争板块	项目名称	总套数	已开盘套数	已销售套数	销售率 (%)	销售均价	开盘存量	总存量 (已开盘未销售+未开盘)
东站板块	公园大道	1 422	985	554	56.2	21 365	431	868
	金色黎明	3 520	3 520	2 916	82.8	17 475	604	604
	东望	1 263	1 263	1 124	89	20 494	139	139
	维萨	740	740	681	92	20 568	59	59
	紫玉福邸	525	525	262	49.9	20 961	263	263
	尚城国际	1 382	936	650	69.4	17 744	286	732
	钱江府	1 400	968	114	11.8	20 175	854	1 286
合计		10 252	8 937	6 301	70.5	19 826	2 636	3 951
普福板块	普升	1 153	1 153	146	12.7	16 193	1 007	1 007
	雍华府	731	330	95	28.8	17 272	235	636
	东壹号	852	839	477	56.9	17 711	362	375
	梧桐语	1 000	644	302	46.9	16 950	342	698
	心里	1 045	1 045	1 037	99.2	17 236	8	8
	紫台	1 078	1 078	1 066	99.5	19 592	5	12
	国际花园	507	498	307	61.6	16 435	191	200
合计		6 366	5 580	3 430	61.5	17 342	2 150	2 936

根据各楼盘数据分析本项目所属东站板块整体销售率比普福板块高出 9 个百分点,且销售均价高出 2 500 元/平方米,但整体库存比普福板块多出超 1 000 套,后市竞争压力较大。

表 7-7 竞争板块各楼盘户型面积分布

竞争板块	项目名称	户型面积分布					
		80 方以下	80~90	90~120	120~144	144~180	180 方以上
		供应/已售/存量	供应/已售/存量	供应/已售/存量	供应/已售/存量	供应/已售/存量	供应/已售/存量
东站板块	公园大道	0/0/0	788/436/352	0/0/0	9/0/9	0/0/0	0/0/0
	金色黎明	1/1/0	2037/1621/416	2/2/0	37/37/0	140/136/4	356/338/18
	东望	108/95/13	890/847/43	0/0/0	14/13/1	14/14/0	208/130/78
	维萨	0/0/0	583/555/28	19/16/3	0/0/0	29/27/2	5/1/4
	紫玉福邸	5/2/3	207/105/102	0/0/0	7/0/7	0/0/0	95/59/36
	尚城国际	120/83/37	614/460/154	11/3/8	0/0/0	104/45/59	70/45/25
	钱江府	0/0/0	742/97/645	0/0/0	1/0/1	105/7/98	119/10/109

续表

竞争板块	项目名称	户型面积段分布					
		80方以下	80~90	90~120	120~144	144~180	180方以上
		供应/已售/ 存量	供应/已售/ 存量	供应/已售/ 存量	供应/已售/ 存量	供应/已售/ 存量	供应/已售/ 存量
普福板块	普升	442/40/402	606/106/500	15/0/15	0/0/0	90,0/90	0/0/0
	雍华府	93/26/67	185/63/122	6/1/5	0/0/0	46/5/41	0/0/0
	东壹号	0/0/0	641/353/288	13/0/13	0/0/0	123/82/41	0/0/0
	梧桐语	0/0/0	543/269/274	0/0/0	0/0/0	0/0/0	101/33/68
	心里	5/3/2	813 812/1	0/0/0	51/49/2	50/49/1	100/98 2
	紫台	8/6/2	816/816/0	0/0/0	0/0/0	0/0/0	247/244/3
	国际花园	0/0/0	390/288/102	0/0/0	0/0/0	108 19/89	0/0/0

根据表 7-7 各楼盘户型面积数据统计,可以明显看出两大竞争板块中各楼盘户型面积段均存在一个显著特征,即 80~90 平方米刚需户型竞争最激烈,而 90~120 平方米和 120~144 平方米改善型户型存在明显市场空白;再根据表 7-8 各楼盘单套总价分布,单套房总价控制在 200 万左右,市场接受度较强。因此,结合本项目意向单价,规避市场竞争,90~120 平方米户型应是差异化路线首选(见表 7-8)。

表 7-8 各楼盘单套总价分布

竞争板块	项目名称	单套总价段分布					
		150 万以下	150~200	200~250	250~300	300~350	350 万以上
		成交量	成交量	成交量	成交量	成交量	成交量
东站板块	公园大道	0	464	333	97	94	34
	金色黎明	856	1406	580	524	153	91
	东望	113	841	73	150	114	34
	维萨	24	546	93	23	54	73
	紫玉福邸	16	196	37	158	122	41
	尚城国际	311	544	137	31	1	2
	钱江府	7	491	261	75	132	18
普福板块	普升	514	574	94	0	0	3
	雍华府	181	124	40	4	0	8
	东壹号	122	553	99	64	12	47
	梧桐语	266	384	94	2	1	0
	心里	441	484	141	29	19	12
	紫台	49	750	249	68	0	2
	国际花园	248	163	57	33	9	13
合计		3 148	7 520	2 288	1 258	711	378

② 个案竞争。根据竞争板块内各楼盘供求量价及市场定位等因素综合考虑,对本项目具有最直接竞争的楼盘为万科公园大道和滨江金色黎明;除此之外,考虑对市中心客户的吸引力,从楼板价等各种因素考虑,分别甄选了滨江和城西各一个具有代表性的竞争楼盘,即滨江的龙湖春江郁城和城西的融创河滨之城,见表7-9。

表7-9 竞争个案甄选

楼 盘	万科公园大道	滨江金色黎明	龙湖春江郁城	融创河滨之城
占地面积 (万平方米)	6.85	24	12.8	8
容积率	2.2	2.4	3.2	2.4
建筑面积 (万平方米)	20	60	41.1	19.3
土地取得时间	2010年5月	2009年6月	2014年1月	2014年2月
楼面地价 (元/平方米)	8566	9966	10223	10961
建筑类型	高层	高层	高层	高层
首次开盘时间	2013年12月	2012年4月	2014年10月	2014年10月
装修状况	精装	毛坯	毛坯	精装
主力户型	三居室 90—132 平方米	三居室 87—139 平方米四居室 131— 173平方米	三房 90 平方米, 舒适四房 135 平方 米,五房 165 平方米	三房 90 平方米, 四房 118—139 平方米
当前成交均价 (元/平方米)	21 500	20 000	24 000	24 000
总套数	1 422	2 980	1 685	3 485
截至 2014 年底已售	554	2 916	1 184	344
促销措施	合作淘宝,最低 减 2 万元 最高减 20 万元	一次性付款 98 折	存 2 万元抵 4 万元	存 3 万元抵 8 万元
优劣势	优势: 1. 品牌房企; 2. 公园住区; 3. 交通便捷。 劣势: 1. 紧邻交通主干道,有一定 噪音影响; 2. 周边 筑桥机场,恐有噪 音干扰。	优势: 1. 品牌地 产地处城东新城未 来发展潜力大。 劣势: 1. 紧邻交 通主干道,有一定 噪音影响; 2. 目前 区域处于开发阶 段,周边配套交通 尚不完善	优势: 1. 品牌地 产,区中心地铁大 盘; 2. 商业综合体, 大型商业配套。 劣势: 1. 周边为 商场和城市主干 道,有一定的噪音 影响	优势: 1. 品牌地 产; 2. 临近西溪湿 地,周边环境优越。 劣势: 1. 距离中 心城区较远,周边 交通条件较差



(5) 客户分析。

① 客户构成。通过业内访谈与消费者访谈相结合,广泛了解近期潜在购房者和已购房情况,系统地收集分析市场信息,本项目区域内的客户构成主要来自以下四大类群体。a. 城东新城板块内拆迁原住民:从2008年开始城东新城板块内约有超过6 000户农居房相继拆迁,按照目前区域内拆迁政策(拆迁费加面积补偿:50万元/人加50~80平方米/人;单一拆迁费补偿:80万元/人),对于拆迁户而言更多的倾向于拆迁费加面积补偿的方式,这样的家庭补偿款基本上在200万元以上,原先居住的都是300~400平方米的房型,未来可能演变成分户式的家庭居住条件,由此,分户式的家庭需求带来的更多的中小面积的改善需要。b. 地缘型及周边老旧小区改善型:从区域新老小区看,城东景芳一带有众多老小区,总量约10 000户家庭。老小区房型面积多在30~50平方米左右,能够带来较多的改善需求,主要以卖掉老小区,再购买新小区为主。c. 周边商贸工业园区工作人员:主要以个体工商老板和企业中高管为主。d. 受惠地铁效应之主城区年轻人:目前主要租住在主城区范围,以城东分布为主;工作在武林、庆春、黄龙等市区主流商圈,多从事媒体、IT、金融、广告等年轻人聚集的行业;作为新杭州人需要在杭州实现落脚,更为婚房考虑,最关注的是地段、交通(地铁)和价格,其次为户型和配套;主力年收入在十五万左右,家庭条件较好出资首付帮助购房,自己出资按揭还贷。

② 需求特征。采用定量研究与定性研究相结合,通过商场、会展、售楼处拦截访问和机关与事业单位、写字楼、科教文卫机构、住宅小区入户访问,涉及购房意向、产品需求、价格期望、区域测试等四大类问题,回收500份有效问卷,经统计分析后得出以下客户需求特征:a. 根据购房区域选择倾向统计来看,城东、城西、滨江等主城区辖区的受欢迎程度依然最高,临平在地铁开通后人气提升,与之江、萧山、闲林相比更具吸引力。b. 关注要素(见表7-10)所示:地理位置是购房中最核心的考虑要素,它包含日常生活和工作的交通距离、交通条件,以及附着于具体位置的周边生活配套、教育配套和环境。价格主要是对自身购买力的权衡,其次也包含“低价购进”的期望心理,在刚需主导的市场上,品牌、物业管理、建筑用材、形象档次等对购买决策吸引力不足。c. 立面风格:统计显示对现代简约的格调普遍具有较高的接受度,此外图片测试表明现代简约欧式的建筑最受欢迎,纯欧式则因繁杂、不实用未能获得主流受众的认可。对于立面用材,全石材与石材+面砖的首选比例相当;也有部分受访者希望真石漆、铝板等与石材搭配,由此既可避免承受全石材的高额售价,也可脱离过往涂料易脏、面砖上气的不愉快感。d. 交付标准:对于公共部分(如入户大堂、电梯厅等),客群中76.6%希望精装;大约43.2%的受访者愿意尝试不同程度的精装房;刚需型的购房者对精装房具有抗性,原因主要是装修标准造成物业单价和总价的拉高,这使得物业的对应客群少于同区域竞品;83.2%的受访者表示要求小区自交付起施行封闭管理。e. 面积需求:100方以下户型的潜在客户大多具有较明确的购房意向时间,其置业需求较为迫切;从问卷统计来看,90~100平米被选比例最高,其对应户型结构主要为3房2厅;100平米以上需求随着面积的递加而递减,144平方以上户型所对应的客群,其意向购房区域多为发展成熟且环境优越的城西板块,而少有选择城东或城北。f. 套型需求:三室两厅两卫是市场上的主流需求,三房首选比例过半,居民购房意向更倾向于“一步到位”的户型,以尽量避免日后换房将承受更高昂的价格;四室及以上需求占总样本的11.6%,也可间接表明杭州居民中“三代

同堂”或大家族共居的现象实属特例；首置样本中，两房与三房的需求均占较大比例，但总体以三房为主；首置一居室的需求存在，但比例极低。g. 赠送偏好（见表7-11）：小户型对露台、飘窗等完全不计面积的赠送喜爱度更高，对储藏间、书房+阳台改次卧等实用性空间的偏好程度较高；中等户型更注重生活品质的提升，倾向首选入户花园，其次是书房、储藏间等实用空间；大户型更青睐复式挑空和地下室，对储藏间、入户花园等小面积的空间敏感程度很低。h. 承受单价（见表7-12）：整体来看，刚需首置客群表现为对单价的预期较低，有2/3为19000元/平方米以下；期望价格与所选户型的大小呈正相关；25岁以下的刚需客群对于当前杭州房地产市场的行情了解较少；而非刚需客群的心理价位也仅相当于“价格战”时各大居住板块的“触底价”。i. 承受总价（见表7-13）：从总价范围来看，7成受访者的总价承受为210万元以下，首置中7成为190万元以下；从总价和单价倒推面积，则人们能够接受的面积区间以110平方米以下占绝对主导。

表7-10 购房关注要素

排序	关注因素	第一	第二	第三	被选比例 (%)
1	地理位置	190	14	22	51
2	价格	79	95	65	48
3	生活配套	38	138	66	48
4	教育配套	103	56	26	37
5	交通条件	15	40	94	28
6	景观环境	53	38	24	23
7	户型设计	20	26	10	16
8	升值空间	4	27	38	10
9	开发商品牌	7	9	16	6
10	物业管理	3	9	10	4
11	楼盘形象档次	3	2	16	4
12	建筑用材	1	5	4	2

表7-11 购房赠送空间偏好

赠送空间	频 次	被选比例 (%)
双阳台	194	39
入户花园	115	23
储藏间	133	27
屋顶露台	111	22
卧室飘窗	109	22
书房	82	16
地下室	52	10
复式挑空	45	9



表 7-12 购房首要目的与能接受最高单价区间交叉分析表

购房首要目的	能接受最高单价区间 (元/平方米)								
	18 000 以下	18 001~19 000	19 001~20 000	20 001~21 000	21 001~22 000	22 001~23 000	23 001~24 000	24 000 以上	total
首次自住	87	72	32	31	5	9	3	0	239
改善条件	24	36	29	22	14	12	13	4	154
给上下代	22	17	10	4	5	3	1	2	64
投资	5	7	7	5	4	4	3	0	35
total	138	132	78	62	28	28	20	6	492

表 7-13 购房首要目的与能接受最高总价区间交叉分析

购房首要目的	能接受最高总价区间 (万元)								
	170	171~190	191~210	211~230	231~250	251~270	271~290	290 以上	total
首次自住	96	69	29	17	8	15	3	0	237
改善条件	19	35	28	14	11	20	15	8	150
给上下代	21	17	9	4	1	3	2	2	59
投资	6	9	5	3	3	4	2	3	35
total	142	130	71	38	23	42	22	13	481

3. 项目定位

(1) 市场定位。

城东新城一站式精品住区。

① 城东新城——项目依托城东新城，融入其中，打城东新城概念提升区域认知度。

② 一站式——紧部双铁，可享受一站式交通，一站式都会，一站式市中心。

③ 精品住区——项目体量 12 万方，不属于大盘，且 2.3 容积率和 50 米限高适合打造城市精品概念。

(2) 客户定位。

在客户定位上采取立足杭州，主攻城东的策略，具体如见表 7-14。

表 7-14 客户定位

客户类型	主要来源	客户构成
A 类客户 (基础客户)	周边个体老板和企业中高管地缘型及周边老小区改善型	50%
B 类客户 (争取客户)	城东新城板块内拆迁原住民	30%
C 类客户 (一般争取)	受惠地铁效应之主城区年轻人	20%

(3) 产品定位。

由15幢6~16层不等的多层和小高层物业组成,底商主要设置在西南沿街和东南沿街,主入口设置在东南面。

4. SWOT 分析

结合项目本体属性和市场经济分析,甄选并识别出了相关的优势(S)、劣势(W)、机遇(O)与威胁(T)四个方面的因素,根据分析结果制定相应的计划以及对策。

优势(Strength):①项目位于城东新城核心商业商务板块,紧邻大型交通枢纽火车东站,随着东站八大综合配套的建设使用,项目周边商业氛围浓厚,并快速带动人口导入;②项目地下室与明月桥路地下步行街相连,可以无缝衔接地铁1号线、4号线彭埠站,距离杭州东站东广场仅700米,享东站枢纽零换乘便利,南侧紧邻天城路隧道可直达文晖大桥;③地块方正平整,周边道路通达,小环境条件较好,北侧即为规划12班幼儿园、30班小学,南面白石港公园在建;④本项目土地价格相比其他已出让宗地,具有一定竞争优势。

劣势(Weakness):①周边商业配套均属于在建状态,投入使用尚需一定的时间,因此现阶段实际可用的配套设施较少;②项目西侧靠近火车东站,北临德胜高速,东临沪杭甬高速,存在一定的噪音及粉尘污染,居住舒适度受影响;③周边安置小区较多,不利于项目档次的提升。

机会(Opportunity):①随着火车东站和地铁1号线、4号线的投入使用,八大配套的建设,板块价值潜力较大;②整体市场已基本完成筑底,等待政策环境的宽松;③德信公司作为杭州本土前三甲品牌开发商,深耕城东赢得了不少客户资源及口碑,有利于促进本案知名度,提升板块价值;④本项目无“90/70”限制,可适时打造改善型产品。

威胁(Threat):①同等价位下本项目所属城东新城居住环境相比城西较差,同样地铁效应下本项目所属城东新城板块价格相比九堡、下沙、临平等较高;②城东新城发展还需较长时间,板块价值兑现周期长;③板块内及邻近板块住宅存量较大,小户型同质化严重,竞争压力大。

SWOT 分析见表7-15。

表7-15 SWOT 分析表

	优势 (Strength)	劣势 (Weakness)
机会 (Opportunity)	SO 战略: 主打城东新城双铁生活,无限放大未来八大综合配套	WO 战略: 利用德信公司口碑,期待宽松政策出台,规避目前劣势现状
威胁 (Threat)	ST 战略: 利用城东新城未来一站式生活,走差异化路线定位改善型	WT 战略: 利用地价竞争优势,以价格战克服劣势避免威胁

7.3.2 项目财务评价

1. 销售额估算

根据周边楼盘售价,评估项目住宅平均价格,确定本项目住宅平均价格为21 500元/平方米。参考市场平均价格做相关经济测算,商铺均价为32 000元/平方米,车位价格为15万/个。根据表7-16的项目规划指标,假定车位卖了800个,则销售总收入(包括住宅、商业和车位)应为272 733万元($111\ 086 \times 21\ 500 + 6\ 843 \times 32\ 000 + 800 \times 150\ 000$)。

2. 成本估算

根据项目规划指标估算成本,如见7-16。

表7-16 项目规划指标

总占地 面积	52 064	平方米	容积率	2.3	总建筑 面积	171 466	平方米
地上总建 面积	123 328	平方米	建筑密度	28%	绿地率	30%	
计容积率 面积	119 747	平方米	用地性质	住宅	建筑限高	50	米
产品构成		期数	户数	面积	产品比例	备 注	
物业	高层公寓	1	946	111 086	66%	计入容积率	
	小计	1	946	111 086	66%		
公共配套 建设	底商	1	—	6 843	4	计入容积率	
	社区物业 等用房	—	—	1 456	1	计入容积率	
	养老设施	—	—	301	0	计入容积率	
	公厕	—	—	61	0	计入容积率	
	地下车库	1	1 090	48 138	29%	不计入容积率	
	小计	—	—	56 799	34%		

成本主要包括开发成本和开发费用两类,开发成本包括土地费用(土地出让金、城市基础设施配套费、契税、印花税)、建筑安装工程费(高层建筑工程、底部商业工程、地下建筑工程、安装工程)、前期工程费(勘察丈量费、规划设计费、报批报建费、三通一平费、临时设施费)、基础设施建设费(市政绿化工程费、供电工程费、煤气工程费、给排水工程费、有线电视工程费、智能化工程费)、公共配套建设(涉及社区服务用房、养老设施和公厕)、开发期间费(工程管理费、物业完善费)、其他费用(消防设施建造费、集团综合服务费)、不可预见费。开发费用包括管理费用、财务费用(土地款信托融资利息、房地产开发贷款利息)、销售费用。除土地费用、其他费用、财务费用、管理费用和

销售费用（按照销售收入的百分比估算）外，其他成本费用都按照单位每平方米估算。

(1) 土地费用。

① 土地出让金：127168 万元

② 城市基础设施配套费：按住宅 150 元/平方米、商业 220 元/平方米，即

$$111\,986 \times 150 + 6\,843 \times 220 = 1\,830 \text{ 万元}$$

③ 契税：按土地出让金的 3%，即 $127\,168.00 \times 3\% = 3\,815$ 万元

④ 印花税：按土地出让金的 0.050%，即 $127\,168.00 \times 0.05\% = 64$ 万元

(2) 建筑安装工程费。

① 高层建筑工程：按 1 600 元/平方米，即 $111\,086 \times 1\,600 = 17\,774$ 万元

② 底部商业工程：按 1 800 元/平方米，即 $6\,843 \times 1\,800 = 1\,232$ 万元

③ 地下建筑工程：按 3 000 元/平方米，即 $48\,138 \times 3\,000 = 14\,441$ 万元

④ 安装工程费：按 300 元/平方米，即 $171\,466 \times 300 = 5\,144$ 万元

(3) 前期工程费。

① 勘察丈量费：按 6.5 元/平方米，即 $171\,466 \times 6.5 = 111$ 万元

② 规划设计费：按 65 元/平方米，即 $171\,466 \times 65 = 1115$ 万元

③ 报批报建费：按 30 元/平方米，即 $171\,466 \times 30 = 514$ 万元

④ 三通一平费：按 25 元/平方米，即 $171\,466 \times 25 = 429$ 万元

⑤ 临时设施费：按 5 元/平方米，即 $171\,466 \times 5 = 86$ 万元

(4) 基础设施建设费。

① 市政绿化工程：按 120 元/平方米，即 $171\,466 \times 120 = 2\,058$ 万元

② 供电工程：按 120 元/平方米，即 $171\,466 \times 120 = 2\,058$ 万元

③ 煤气工程：按 22 元/平方米，即 $119\,747 \times 22 = 263$ 万元

④ 给排水工程费：按 30 元/平方米，即 $171\,466 \times 30 = 514$ 万元

⑤ 有线电视工程费：按 20 元/平方米，即 $119\,747 \times 20 = 239$ 万元

⑥ 智能化工程费：按 20 元/平方米，即 $171\,466 \times 20 = 343$ 万元

(5) 公共配套建设费。

涉及社区服务用房、养老设施和公厕，按 1 800 元/平方米， $(1\,456 + 301 + 61) \times 1\,800 = 327$ 万元

(6) 开发期间费。

① 工程管理费：按 35 元/平方米， $171\,466 \times 35 = 600$ 万元

② 物业完善费：按 80 元/平方米， $171\,466 \times 80 = 1372$ 万元

(7) 其他费用。

① 营销设施建造费：售楼部建造成本按 500 万元计算

② 集团综合服务费：按销售总收入的 1%，即 $272\,733 \times 1\% = 2\,727$ 万元

(8) 管理费用。

按销售总收入的 2%，即 $272\,733 \times 2\% = 5\,455$ 万元

(9) 财务费用。

① 房地产开发贷款利息：按土地出让金 60%，3 年期，基准利率上浮 20%，即 $127\,168 \times 60\% \times 6.15\% \times (1 + 20\%) \times 3 = 16\,893$ 万元



② 土地款信托融资利息：按土地费用 60%，2 年期，年化利率 12%，即

$$(127168 + 1817 + 3815 + 64) \times 60\% \times 12\% \times 2 = 19\ 132 \text{ 万元}$$

(10) 销售费用。

按销售总收入的 2%，即 $272\ 733 \times 2\% = 5\ 455$ 万元

投资估算见表 7-17。

表 7-17 投资估算表

序 号	项 目	额 度	占投资比例
1	开发成本	187 043 万元	
1.1	土地费用	132 851 万元	57.5%
1.2	建筑安装工程费	38 591 万元	16.5%
1.3	前期工程费	2 255 万元	1%
1.4	基础设施建设费	5 475 万元	2%
1.5	公共配套建设费	327 万元	0.1%
1.6	开发期间费	1 972 万元	1%
1.7	其他费用	3 227 万元	1.4%
1.8	不可预见费	2 332 万元	1%
2	开发费用	46 935 万元	
2.1	管理费用	5 455 万元	2%
2.2	财务费用	36 025 万元	15.5%
2.3	销售费用	5 455 万元	2%
合计	项目总投资	233 965 万元	100%

3. 开发周期计划

该项目开发计划如下。

- (1) 项目立项阶段：可研、预审、环评、测绘、勘察、立项（2 个月）。
- (2) 土地权证阶段：获取《国有土地使用权证》（1 个月）。
- (3) 规划设计阶段：方案图（2 个月）+ 获取《建设用地规划许可证》（2 个月）。
- (4) 建筑设计阶段：扩初图（1 个月）+ 获取《建设工程规划许可证》（3 个月）。
- (5) 施工准备阶段：施工图（3 个月）+ 获取《建设工程施工许可证》（1 个月）。
- (6) 房屋预售阶段：基础工程（2 个月）+ 获取《商品房预售许可证》（1 个月）。
- (7) 建筑施工阶段：主体工程（10 个月）+ 市政景观（12 个月）。
- (8) 综合验收阶段：获取《建设工程竣工规划验收合格证》（2 个月）。
- (9) 竣工交付阶段：交付于业主入住（1 个月）。

根据实际开发过程中各阶段常规时间周期，并考虑设计报建阶段多项任务可并行操作，预判本项目整个项目从项目立项到竣工交付整个开发过程从 2014 年 9 月开始到 2017 年 11 月结束。根据市场中竞争个案的销售节奏，综合考虑本项目的优劣势，结合项目定位中的方案设计，可售物业面积：住宅为 111 086 平方米，商业为 6 843 平方米，

地下车位为1 090个(预计销售800个左右)。按照年均销售35 000平方米节奏制定计划,从基础工程完成后领取商品房预售许可证即从2015年第三季度开始销售,至2018年末售罄。

4. 项目现金流量预测及财务指标计算

根据开发计划、销售计划结合融资计划,最终的年度现金流预测见表7-18。

表7-18 年度现金流预测表

(单位:万元)

序号	12%贴现率	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
		1	2	3	4	5
1	净现金流量	-48 995.00	51 874.00	7 541.00	-6 548.00	9 648.00
2	累计净现金流量	-48 995.00	2 879.00	10 420.00	3 872.00	13 520.00
3	净现值	-43 745.54	41 353.64	5 367.53	-4 161.37	5 474.53
4	累计净现值	-43 745.54	-2 391.90	2 975.63	-1 185.74	4 288.80

静态投资回收期为1.91年小于公司要求的最长年限2年,动态投资回收期为2.45年小于公司要求的最长年限3年,累计净现值大于零,财务评价可行。但该项目投资决策涉及的时间较长,因而对未来收益和成本都很难进行准确预测。或者说存在不同程度的不确定性或风险性,还可采用敏感性分析或盈亏平衡分析进行投资风险分析决策。

7.3.3 房地产项目投资风险评估



1. 政策风险

【拓展知识】

对土地使用的控制,对环境保护的要求,尤其对投资规模和金融的控制,限购、公积金贷款的规定以及新税负政策的制订,都可能对房地产开发商构成风险。2014年“促去化、降库存”杭州也适时推出相应的购房政策。先是萧山余杭解禁,购买杭州市萧山区、余杭区住房(含商品住房、二手住房)、购买主城区140平方米及以上住房(含商品住房、二手住房)均不需提供住房情况查询记录。接着全面放开限购,购买杭州主城区140方以下住房不再需要提供住房情况查询记录。这意味着,杭州楼市在四年限购之后,正式全面进入后限购时代。放宽首套房认定标准,支持异地缴存职工申请公积金贷款,明确还清房贷后买二套房公积金贷款算首套,加大公积金对职工购房的支持力度。总的来说目前政策面是有利于房地产投资,风险较小。有研究表明中国房地产市场是政策市场,随着房地产市场的逐渐火爆,若房价再度暴涨则政策也可能再度收紧,面对政府频出的调控政策,项目团队应加强对市场行情和宏观政策的持续跟踪,并分析由此而产生的市场行情变化,从而实时调整开发策略。

2. 区位风险

房地产的不可移动性、区域性和个别性,决定了它所处的地理位置极为重要。房地产行业有句名言:第一是区位,第二是区位,第三仍是区位。可见房地产开发地点的选择对开发商至关重要。房地产所处的地段越好,升值潜力越大,则变现性越好,房地产投资的



变现风险越小,房地产投资获利的首要条件是拥有增值潜力大的地段。房地产开发商抢占中心或门户区位是普通常识,问题的关键是如何预测近期将形成的新的中心区位或新的门户区位。在繁华地段开发房地产项目将实现最大的开发利润,但在这一范围内可能已不存在一块可供开发的土地,开发商只好为获得更大的选址范围而放弃一部分利润。同时,房地产开发所涉及的地理环境条件,甚至社会经济条件处于不断的变化发展过程中,这会使开发商经受的风险更加不可预测,因而需要有一定的预见性。开发商若能及早投资开发具有价值增长潜力的地块,则几年后将会获取较大的利润。

本案例位于城东新城,交通便捷,教育资源丰富,商业配套也将完备,唯一不足的是医疗配套。受益于区域发展规划和政府政策支持,该区已是人口迁入区,市场潜力较大。因此项目区位风险较小,优势较大。

3. 开发类型及规模风险

房地产开发过程是巨额资金投入的过程,从购买土地、工程建设到推出广告、上市销售或出租,均需要投入大量的资金。作为开发商,通常难以完全用自有资金来完成某一开发项目,一般都是在投入一笔启动资金如地价款或前期费用后,通过各种借贷、预售等融资手段来筹集开发资金,滚动开发。所以,对于房地产开发商来说,资金的筹措是项目能否按期、按质完成的重要环节。房地产开发规模越大,物业类型越高端,开发商承担的风险也就越大。

本项目主要客户定位于周边个体老板和企业中高管及周边老旧小区改善型客户,因此此项目是高端改善定位,市场定位瞄准的是高收入群体。高端住宅由于使用的建筑材料都是名牌以及高昂的园林景观建造成本等,相应的开发成本各种费用也较高,还要再加上各种税费利息费用等,且该项目土地款的支付信托融资占土地费用60%,房地产开发贷款占土地出让金60%,自有资金比例较低一旦市场恶化销售收入很难弥补昂贵的造价从而易导致企业资金链断裂。德信要切实强化风险预警,密切关注市场的动态发展,了解需求状况,采取灵活而合理的定价措施,应对经济变化,确保企业有相对稳定的现金流,防范资金链断裂风险。

4. 投资开发时机风险

房地产因其自身受政策、经济、市场影响较大的特点,在选择投资时机时,不能完全依照投资股票或投资证券那一套方法来选,把握住投资的时机很重要。其次,由于房地产具有不可移动性和地域性的特点,一地区房地产的短缺并不能利用另一个地区的空置房地产来弥补。如果某房地产拥有者在该地区房地产短缺时囤积大量房屋的话,那么,当房地产市场形势发生突变时,他就很可能因措手不及而失去高价出手的时机。时机的掌握不仅需要投资者掌握全面的投资理论知识并需要及时了解房地产市场形势和政策变化;对各种信息的高度敏感性也很重要,因为每一个时机几乎都蕴藏在政治形势的变化、经济发展的趋势、人口流动性变化、收入水平的增减,消费需求的变化等各种信息之中。

2014年杭州房地产市场仍是库存高企的状态,但7月29日,出台了杭州部分解除限购的措施,一个月后8月29日,政策继续加码,全面放开限购,央行和银监会也在十一长假前的傍晚,出人意料的紧急松绑限贷政策。长达四年之久的限购限贷政策由此宣告结束。央行11月21日提前宣布降息。降息虽不直接针对房地产市场,但受益最大的却是房

地产市场。7月29日,局部解除限购之后,8月杭州商品房成交量呈井喷式的增长,8月以9300套的成交量刷新了全年月成交纪录,随后10月突破万套,达12596套。8月至12月,五个月的成交量高达5.5万套,占全年成交的62%。成交量的走势也证明了杭州楼市仍然是典型的政策市,也间接表明杭州楼市底部正在形成,因此德信在市场底部以相对低的价格拿地开发,风险相对较小。

5. 开发周期风险

房地产开发及交易需要较长的时间,尤其是对于大中型开发项目,从寻找机会、可行性研究、购买土地、勘测设计、筹措资金、前期准备到工程施工程、竣工,以及制订价格、推出销售及签署成交合同,往往需要几年时间才能完成。在房地产商品开发过程中,很难在一开始就能对整个开发期内的各项费用和收益流动作出精确的估计,只能是一个大概的测算。而在这一较长的开发期内,房地产市场的供求变化,消费者偏好的改变,社会经济形势的兴衰,国家有关政策的调整,物价的涨跌,汇率及利率的波动都将是难以精确预测的。

房地产开发一般建设周期为2~3年,因建设规模的大小而不同,个别大规模的建设项目可能要经过4~6年的时间。开发周期时间越长风险也就越大。该项目根据开发计划整个项目从项目立项到竣工交付整个开发周期为三年左右,时间相对适中,但也可能会出现建设期由于市场行情的变化或竞争对手的变化,原来的需求发生改变或已被满足,造成供应数量同市场真实需求不同。德信应进一步强化风险及安全意识,采取系统的项目管理方法使项目顺利进行,并在保证建筑质量的前提下,尽快完成开发项目,缩短建设周期,减少所面临的未来的不确定性。

6. 盈亏平衡分析

对房地产开发项目进行盈亏平衡分析过程中,销售面积、成本、利润三者之间存在如下关系,即:

① 毛利润=总销售额-总投资额-税金

② 总销售额=单位销售价格×销售面积($S=P \times Q$)

③ 总投资额=固定成本+变动成本($C=C_f+C_v=C_f+C_x \times Q$)

说明:

① 因本项目土地费用已既定,故将其作为固定成本 C_f ,除土地费用以外的成本合计为变动成本 C_v ,并假设其随销售面积呈线性变化(类同于以产定销),则单位变动成本 C_x 按照总投资额扣除土地费用后除以总销售面积 Q 计平均值,即 $C_x=(2\,339\,780\,000-1\,328\,640\,000)/117\,929=8\,574$ 元/平方米,假设其为常数。

② 由于本项目涉及住宅、商业和车位三种销售物业,则单位销售价格 P 按照总销售额除以总销售面积 Q 计平均值,即 $2\,727\,330\,000/117\,929=23\,127$ 元/平方米,并假设其为常数,总销售额随销售面积呈线性变化。

③ 税金包含营业税及附加和土地增值税两类,综合税率为7.6%,即 $7.6\% \times S$ 。

④ 当实现盈亏平衡时,有等式毛利润-总投资额-税金=0,即

$Q=C_f/(92.4\% \times P-C_x)$,并由此推导出本项目盈亏平衡点为(103 840 平方米, 240 151 万元)。



【拓展知识】



⑤ 若考虑销售面积 $Q=117\,929$ 平方米全部售出,则总投资额全部为固定成本 $C=233\,978$ 万元,当实现盈亏平衡时,有等式毛利润=总销售额-总投资额-税金=0,即 $P=C/(92.4\%\times Q)$,即 $P=21\,472$ 元/平方米。

综上分析,本项目在目前定价策略上,保本销售的最少面积为 $103\,840$ 平方米,较全部可售面积减少 12% ;本项目在全部可售面积售出的情况下,保本销售的最低综合价格为 $21\,472$ 元/平方米,较目前综合定价下降 7% 。考虑目前整体房地产政策面转好,经过 2014 年一年的压缩,市场底部已逐渐形成并稳定消化,若政府不再加大推地力度增加库存,未来风险仍在可控范围内,建议控制成本,加快开发速度。

7.3.4 总结与建议

随着我国的房地产市场的竞争越来越强,风险越来越高,做好项目投资可行性研究对开发商是非常必要的,是优化配置社会资源的重要保障。对于德信公司城东新城项目分别从宏观经济、市场、定位、SWOT、财务指标分析,同时考虑该项目可能面临的风险,综合来看,本项目在选址、方案设计、开发建设条件、财务等各方面都是合理的、可行的。

销售价格作为影响项目效益的核心因素,虽已考虑过周边楼盘售价,但仍会有很多主观因素,这在很大程度上影响了评价的准确性。因此,快速开发,薄利多销,将是未来房地产市场的主旋律,这样才能更好地以抓住机会,最大程度地减少风险。

作为杭州本土排名第三的大型房地产开发商,在近几年来大鳄蜂拥而入的情况下,德信公司的品牌效应持续发力,并在杭州城东区域拥有三个楼盘,在本项目的营销推广中,应注重对德信品牌价值的挖掘,提高项目溢价能力。

练 习 题

1. 如何判断和分析公司投资项目的国内外行业发展趋势。
2. 计算该投资项目的内含报酬率和现值指数(获利指数),并根据计算结果作出投资决策。



【拓展案例】

第8章

苏宁云商营运资金管理案例

教学目标

通过对本案例的学习,学生应了解公司营运资金的概念,了解营运资金的分类,掌握营运资金的构成、现金周期的计算,营运资金的管理原则及营运资金的管理策略。

8.1 背景知识

8.1.1 营运资金概念

营运资本是用以维持公司日常经营活动所需要的资金,是指公司经营活动中投入短期资产上的资金。营运资本是公司流动资产的主要资金来源,是公司开展日常经营活动的资金保证。

营运资本有广义和狭义之分。广义的营运资本指总营运资本,也就是公司在流动资产上的总投资额。狭义的营运资本则是指净营运资本,是短期资产减去短期负债的差额。

流动资产:指可以在一年以内或者超过一年的一个营业周期内实现变现或运用的资产,流动资产具有占用时间短、周转快、易变现等特点。企业拥有较多的流动资产,可在一定程度上降低财务风险。流动资产在资产负债表上主要包括以下项目:货币资金、短期投资、应收账款和存货等。

流动负债:指需要在一年或者超过一年的一个营业周期内偿还的债务。流动负债又称短期融资,具有成本低、偿还期短的特点,必须认真进行管理,否则,将使企业承受较大的风险。流动负债主要包括以下项目:短期借款、应付票据、应付账款、应付工资、应交税费等。

营运资金管理通常面临两个问题,一是如何确定短期资产的最佳持有量,二是如何筹措短期资金。这两个问题分别涉及每一种资产和每一种负债的管理方式和管理策略的制定。因此,从本质看,通过对营运资金的分析,我们可以了解短期资产的流动性、短期资产变现能力和短期偿债能力。



【拓展知识】



8.1.2 营运资金的特点和管理原则

营运资金一般具有以下特点。

- (1) 周转时间短。根据这一特点,说明营运资金可以通过短期筹资方式加以解决。
- (2) 非现金形态的营运资金如存货、应收账款、短期有价证券容易变现,这一点对企业解决临时性的资金需求有重要意义。
- (3) 数量具有波动性。流动资产或流动负债容易受内外条件的影响,数量的波动往往很大。

(4) 来源具有多样性。营运资金的需求问题既可通过长期筹资方式解决,也可通过短期筹资方式解决。仅短期筹资就有:银行短期借款、短期融资、商业信用、票据贴现等多种方式。

对营运资金进行管理,既要保证有足够的资金满足生产经营需要,又要保证企业能按时足额地偿还各种到期债务。在营运资金管理过程中,企业要遵循以下原则。

- (1) 认真分析生产经营状况,合理确定营运资金需要数量。
- (2) 在保证生产经营需要的前提下,节约使用资金。
- (3) 加速营运资金的周转,提高资金的利用效率。
- (4) 合理安排短期资产与短期负债的比例关系,保障企业有足够的短期偿债能力。

8.1.3 营运资本管理的不方法

加强营运资金管理就是加强对流动资产和流动负债的管理;就是加快现金、存货和应收账款的周转速度,尽量减少资金的过分占用,降低资金占用成本;就是利用商业信用,解决资金短期周转困难,同时在适当的时候向银行借款,利用财务杠杆,提高权益资本报酬率。

1. 营运资金管理规避风险

许多企业为了实现利润、销售更多产品,经常采用赊销形式。片面追求销售业绩,可能会忽视对应收账款的管理造成管理效率低下。例如对赊销的现金流动情况及信用状况缺乏控制,未能及时催收货款,容易出现货款被拖欠而造成的账面利润高于实际资金的现象。对此,财务部门应加强对赊销和预购业务的控制,制定相应的应收账款、预付货款控制制度,加强对应收账款的管理,及时收回应收账款,减少风险,从而提高企业资金使用效率。

2. 营运资金管理增加价值

会计利润是当期收入和费用成本配比的结果。在任何收入水平下,企业都要做好对内部成本、费用的控制,并做好预算,加强管理力度,减少不必要的支出,这样才能够提高利润,增加企业价值,提高企业效率。

3. 营运资金管理提高效率

财务管理应站在企业全局的角度,构建科学的预测体系,进行科学预算。预算包括销售预算、采购预算、投资预算、人工预算、费用预算等,这些预算使企业能预测风险,及

时得到资金的各种信息,及时采取措施,防范风险,提高效益。同时,这些预算可以协调企业各部门的工作,提高内部协作的效率,而且,销售部门在销售费用等预算指导下,还可事先对市场有一定了解,把握市场变化,减少存货的市场风险。

4. 营运资金管理完善制度

明确内部管理责任制很多企业认为催收货款是财务部门的事,与销售部门无关,其实这是一种错误的观点。事实上,销售人员应对催收应收账款负主要责任。如果销售人员在提供赊销商品时,还要承担收回应收账款的责任,那么,他就会谨慎对待每一项应收账款。

建立客户信用档案。企业应在财务部门中设置风险控制员,通过风险控制员对供应商、客户的信用情况进行深入调查和建档,并进行信用等级设置,对处于不同等级的客户实行不同的信用政策,减少购货和赊销风险。风险管理员对客户可从以下方面进行信用等级评定:考察企业的注册资本;偿还账款的信用情况;是否存在拖欠税款而被罚款的记录;是否存在拖欠供货企业货款的情况;其他企业的综合评价。风险管理员根据考察结果向总经理汇报情况,再由风险管理员、财务部门经理、销售部门经理、总经理讨论后确定给予各供应商及客户的贷款信用数量。如果提供超过核定的信用数量时,销售人员必须取得财务经理、风险管理员及总经理的特别批准。如果无法取得批准,销售人员只能降低信用规模或者放弃此项业务,这样就能控制销售中出现的大量坏账现象,减少风险。

严格控制信用期应规定应收账款的收款时间,并将这些信用条款写进合同,以合同形式约束对方。如果对方未能在规定时间内收回应收账款,企业可依据合同,对拖欠货款企业采取法律措施,及时收回货款。

通过信用折扣鼓励欠款企业在规定时间内偿还账款。很多企业之所以不能及时归还欠款是因为他们及时归还得不到什么好处,拖欠也不会有什么影响。这种状况导致企业应收账款回收效率低下。为了改善这种局面,企业可以采取相应的鼓励措施,对积极回款的企业给予一定的信用折扣。

实施审批制度对不同信用规模、信用对象实施不同的审批级别。一般可设置二级审批制度。由销售经理、财务经理和风险管理员、总经理三级审核。销售部门如采用赊销方式时,应先由财务部门根据赊销带来的经济利益与产生的成本风险进行衡量,可行时再交总经理审核。这样可以提高决策的效率,降低企业经营的风险。

加强补救措施。一旦发生贷款拖欠现象,财务部门应要求销售人员加紧催收货款,同时风险管理员要降低该企业的信用等级;拖欠严重的,销售部门应责令销售人员与该企业取消购销业务。

建立企业内部控制制度主要包括存货、应收账款、现金、固定资产、管理费用等一系列的控制制度。对违反控制制度的,要给予相关责任人以惩罚。

严格控制开支。对各种开支采用计划成本核算,对各种容易产生浪费的开支要采取严格的控制措施。例如,很多企业业务招待费在管理费用中占据很大比例,导致部分招待费在计征所得税时无法全额税前扣除。对此,企业应该要求销售人员控制招待费支出,并由财务部门按月销售收入核定适当的招待费标准。

总之,营运资金管理在企业销售及采购业务中处于重要地位,对企业利润目标的实现



会产生重大影响。营运资金管理应是对销售工作的控制而不是限制，它的宗旨是促进销售部门减少销售风险，提高利润水平。所以，企业领导人应重视企业的资金营运管理工作。

8.1.4 营运资金结构及风险

宽松的持有政策要求企业在一定的销售水平上保持较多的短期资产，特点：永久性流动资产和固定资产以长期融资方式来融通解决，波动性流动资产用短期来源资金融通解决。（风险与收益适中）在期限匹配融资战略中，永久性流动资产和固定资产以长期融资方式（负债或权益）来融资，短期融资被用来为波动性流动资产融资。波动性流动资产=短期资金（来源）永久性流动资产+固定资产-长期资金（来源）这种政策的特点是报酬低，风险小。该政策下，企业拥有较多的现金、短期有价证券和存货，能按时支付到期债务，因此风险较小，但因为现金、有价证券投资报酬率低，存货占用使资金营运效率低，从而降低了企业的盈利水平。

适中的持有政策要求企业在一定的销售水平上保持适中的短期资产，既不过高也不过低，流入的现金恰好满足支付的需要，存货也恰好满足生产和销售使用。特点：长期融资支持固定资产、永久性流动资产和部分波动性流动资产。公司通常以长期融资来源为波动性流动资产的平均水平融资，短期融资仅用于融通剩余的波动性流动资产。（风险与收益较低）。短期资金<波动性流动资产，长期资金>永久性流动资产+固定资产。这种政策的特点是报酬和风险的平衡。在企业能够比较准确地预测未来经济状况时，可采用该政策。

紧缩的持有政策要求企业在一定的销售水平上保持较低的短期资产，特点：长期负债和权益为所有的固定资产融资，还对部分永久性流动资产使用长期融资方式融资。短期融资方式支持剩下的永久性流动资产和所有的临时性流动资产。（风险与收益较高）这种政策的特点是报酬高，风险大。此时企业的现金、短期有价证券、存货和应收账款会降到最低限度，可降低资金占用成本，增加企业收益；但同时也可能由于资金不足造成货款拖欠或不能偿还到期债务等不良情况，加剧企业风险。在外部环境相对稳定，企业能非常准确预测未来的情况下，可采用该政策。

8.1.5 营运资本管理的 OPM 战略



【拓展知识】

OPM (Other People's Money) 战略，是指公司充分利用做大规模的优势，增强与供应商的讨价还价能力，利用供应商在货款结算上的商业信用政策，将占用在存货和应收账款上的资金成本转嫁给供应商，用供应商的资金经营自身事业，从而谋求公司价值最大化的营运资本管理战略。营运资本管理的

OPM 战略对传统的营运资本管理提出了极大的挑战，认为保持流动性并不意味着必然要维持很高的营运资本和流动比率，只要企业能够加速应收账款和存货的周转，合理安排流动资产和流动负债的数量及期限以保证它们的衔接与匹配，就可以动态地保证企业的偿债能力。营运资本管理的 OPM 战略是一种高风险和低成本的经营战略，属于营运资本管理中的风险性决策方法，能使公司处于较高的盈利水平，但同时也承担较大的风险。

在营运资本管理的 OPM 战略下，公司对流动性的需求和对财务风险的控制，完全依靠现金流量的超常周转来实现，加速周转是实现 OPM 战略的有效途径。考察营运资本周

转状况的重要指标是现金周期,它是衡量公司 OPM 战略是否卓有成效的关键。现金周期的计算公式为:现金周期=应收账款周转期+存货周转期-应付账款周转期。现金周期越短,表明公司的营运资金管理 OPM 战略实施得越成功。从现金周期的计算公式中可以看出,要想缩短现金周期,从而减少营运资本占用,需要对存货、应收账款和应付账款进行严格而科学的管理着手。对于存货管理,一方面要加强销售,通过销售的增长来缩短存货周转期;另一方面要确定经济订货批量,将存货上占用的资金控制在最低水平。对于应收账款管理,要在信用风险分析的基础上,制定合理的信用标准、信用条件和收账政策,鼓励客户尽早付款,从而加速应收账款周转。对于应付账款管理,应努力通过扩大销售规模增强对供应商的议价能力,获取供应商在货款结算上的优惠信用条件,充分增强对供应商信用资金的使用力度。

8.2 案例资料

8.2.1 苏宁电器基本情况

苏宁云商,全称苏宁云商集团股份有限公司(深交所:002024),是中国的一家连锁型家电销售企业,前身为江苏苏宁电器有限公司、苏宁电器股份有限公司。2004年7月7日公司成功实现首次公开发行A股,7月21日公司在深圳证券交易所上市。2015年8月10日,阿里巴巴集团投资283亿元人民币参与苏宁云商的非公开发行,占发行后总股本的19.99%,成为苏宁云商的第二大股东。

2011年以来,苏宁持续推进新十年“科技转型、智慧服务”的发展战略,云服务模式进一步深化,逐步探索线上线多渠道融合、全品类经营、开放平台服务的业务形态。

2012年3月,张近东在北京两会期间提出,苏宁的目标是要做中国的“沃尔玛+亚马逊”。苏宁的O2O模式就此开启。

2013年2月,苏宁明确提出“电商+店商+零售服务商”的云商新模式;6月,全国所有苏宁门店与苏宁易购实现同品同价;9月,在弘毅年会上,张近东首次对外阐述苏宁“一体两翼互联网路线图”,明确指出中国零售业未来发展的方向是互联网零售,重点是O2O和开放平台;11月,张近东跑到美国,受斯坦福大学的邀请去讲O2O,呼唤O2O的时代;四季度,苏宁还在北上广深等一线城市推出第一批1.0版本互联网门店。苏宁全品类、全渠道、全客群的经营布局进一步完善,围绕互联网零售的“一体两翼”新格局确立,O2O模式战略布局全面成形。前不久,苏宁又新成立了商品经营总部、连锁平台经营总部、电子商务经营总部,线上线下融合进入全面实操阶段。据苏宁连锁平台经营总部执行总裁田睿介绍,在全新的连锁平台下,苏宁门店将全面提升经营能力,把更多的精力集中在消费者的服务上,从单独的商品售卖上转变为为消费者提供全方位服务上。换言之,苏宁门店的综合服务能力将被放大。

2015年,苏宁云商围绕渠道、商品、服务等零售核心环节,持续强化企业竞争能力,在外部市场增长放缓的情形下,各项业务均实现了高速增长。3月30日晚间,苏宁云商发布年报,2015年实现营业收入为1355.48亿元,同比增加24.44%;实现归属于上市公司



股东的净利润为 8.73 亿元，同比增加 0.64%。其中，苏宁线上平台交易额达 502.75 亿元（含税），同比增长 94.93%。经过 6 年互联网零售转型摸索，苏宁云商线上业务终于迎来爆发式成长。

8.2.2 公司业务概要

1. 店面端——优化连锁业态布局，下沉农村市场，强化门店互联网化建设

(1) 连锁网络建设情况。

大陆市场，报告期内公司持续推进店面网络多业态布局，加快红孩子店、超市店的开设。2015 年全年公司新开常规店 74 家，红孩子店 23 家，超市店 37 家，红孩子、苏宁超市品牌形象进一步提升；云店作为公司互联网转型在线下的固化，公司持续探索完善云店模式，全年新开云店 10 家，改造升级云店 32 家；一二级市场结合消费者需求的变化，推进互联网+云店模式，继续调整关闭社区店，同时优化超市店、红孩子店运营模式，2015 年公司置换关闭各类型店面 217 家。截至报告期末，公司在大陆市场进入地级以上城市 297 个，拥有连锁店 1 577 家，其中云店 12 家、常规店 1 425 家（旗舰店 298 家、中心店 406 家、社区店 721 家）、县镇店 43 家、乐购仕店 3 家，此外红孩子店 27 家、超市店 37 家；同时，公司通过购置、自建以及合作等多种方式获取优质稳定的物业资源，截至 2015 年末，公司共拥有自有物业 25 处，通过与苏宁电器集团、苏宁置业集团等全国性房地产商合作租赁店面 18 家，此外，通过实施门店资产创新运作获得长期稳定的店面 25 家。

国际市场，2015 年，公司在香港地区新开店面 5 家，关闭店面 6 家，截至期末公司在中国香港、澳门地区已拥有门店 28 家，自 2009 年公司进入香港地区以来，苏宁连锁品牌在香港地区已拥有了较高知名度；日本 LAOX 抓住赴日购物人群迅速增加的市场机会，继续加快市场拓展步伐，全年新开店面 18 家，关闭店面 2 家，期末日本市场拥有店面 33 家，LAOX 已成为日本最大的免税消费渠道。综上所述，截至 2015 年 12 月 31 日公司合计拥有店面 1 638 家。

苏宁易购服务站是 O2O 模式在三、四级市场落地的载体，为苏宁互联网门店渠道下沉的重要举措，2015 年公司建立并完善了易购服务站的管理运营体系，并实现了快速的拓展。公司以自营、加盟、合作网点与代理的方式全面推进易购服务站的开设，有效提升三、四级市场“苏宁易购”的品牌认知度，实现了用户拓展、服务体验以及物流效率的提升。截至 2015 年末，苏宁易购直营服务站数量 1 011 家，苏宁易购加盟服务站数量 1 430 家。

(2) 门店互联网化建设情况。

云店是公司门店互联网化的代表产品，2015 年云店经历了试点开设、迭代升级到全国推广，报告期末，公司已经拥有苏宁易购云店 12 家。通过加大移动端、PC 端、TV 端在门店的运用，云店实现了“电器、超市、母婴、物流、售后、金融”等全商品和服务业态的集中呈现，并且全面打通支付环节，满足了消费者一站式的购物体验需求。

(3) 门店经营质量。

报告期内，随着云店规模增加和 O2O 运营的成熟，以及线上线下联动促销，同店销售得到提升，单店经营质量走向良性发展道路。报告期内，公司大陆地区可比店面（指

2014年1月1日及之前开设的店面)销售收入同比增长4.50%,红孩子店作为公司母婴及周边产品的综合性服务平台,其在规划标准、运营模式等方面正在不断予以完善,因此同店增速低于平均。随着母婴O2O运营的不断成熟,店面规划日趋完善,会员需求的深度挖掘,红孩子实体店的发展空间巨大。

2. PC端、移动端——平台化、数据化、会员化运营,提升消费者规模及购买频率

公司将优化购物流程、智能搜索及推荐引导作为长期工作持续予以推进;充分运用大数据工具,聚焦会员需求,提升精准营销执行能力;运用新品首发、大聚惠折扣促销、C2B反向定制等特色营销产品体系,以及聚焦超市、母婴等特色频道的运营,有效提升了消费者、商家对苏宁易购全品类、专业化的品牌内涵的认识,用户规模与购买频率提升;移动端方面,有效把握用户迁移趋势,重点推动移动端的迭代升级、新技术应用,强化提升用户体验,2015年移动端增速和占比持续提升,2015年12月移动端订单数量占线上整体比例提升至60%。截至2015年12月末,公司零售体系会员总数达到2.50亿,年度活跃用户数5078万。2015年,公司线上业务实现自营商品销售收入102.93亿元(含税),开放平台实现商品交易规模(指完成收款及配送服务的订单金额,并剔除退货影响)为99.82亿元(含税),公司线上平台实体商品交易总规模为302.75亿元(含税),同比增长94.93%。

3. 家庭端——PPTV业务全面发展,构建内容、终端、平台为一体的生态平台

PPTV作为公司家庭端的载体和家庭用户统一认知界面,2015年其围绕在线视频、家庭互联网应用、PP云业务和PP体育四个板块逐次发力,构建集内容、终端、平台为一体的生态平台。在线视频方面加强内容布局,创新内容模式,多部自制剧进入网剧排行榜的前列,自制综艺节目《一唱成名》也成为网络明星节目;PPTV的操作系统PPOS和智能硬件产品陆续面世,推出了高端电视产品PP-43P、55P、55T,实现了客厅布局流量入口的落地,依托苏宁渠道优势以及PPTV内容优势,互联网终端产品取得了较好的市场口碑;PPTV第一体育独立运营,是全球首款专业体育的视频客户端,拥有西甲、德甲、欧冠等众多顶级体育赛事的直播权,还加强赛事运营、尝试体育电商,转型体育全产业链。报告期内,PPTV仍处于阶段性的战略投入阶段,在CDN、版权采购以及研发、人才等方面投入较大,2015年实现净利润亏损11.61亿元。公司2015年第三次临时股东大会审议通过,公司向Alibaba Group Holding Limited(以下简称“阿里巴巴集团”)境内全资子公司淘宝(中国)软件有限公司非公开发行股份,拟引进阿里巴巴集团作为公司的战略投资者,若交易完成,公司股份中将出现间接的外资持股,为避免外商投资产业政策对PPTV后续业务发展可能造成的影响和限制,公司拟出售PPTV股权。2015年12月,公司下属境外子公司Great Universe Limited将其持有的PPTV公司68.08%的股权全部转让于苏宁文化投资管理有限公司的境外子公司。转让后,PPTV与公司仍将在会员数据共享、智能硬件、智能家居、视频电商融合等方面进行积极探索,开展深层次的战略合作,推进公司在家庭端的建设。

变革供应链,打造全品类、专业化的商品运营平台。商品的丰富度是企业发展的基础,丰富的商品是激活用户黏性和提升平台流量最有效、最直接的手段。因此2015年,公司继续坚持“巩固家电、凸显3C、培育母婴超市”的全品类发展战略,创新变革供应链,深度协同零供关系,加强商品运营及供应商服务能力,提升苏宁平台价值。



(1) 全品类、专业化的商品运营。

公司持续巩固大家电的传统优势,通过品牌战略合作,深挖三、四级市场等举措加强家电运营能力;通信品类以公司化体系运作,聚焦核心单品,加强互联网品牌运营,与小米、华为、魅族等品牌深度融合实现突破,产品销售实现了快速增长,有效提升了市场竞争力。通过加强商品规划、库存部署优化,零供双方专业化对接,进一步加快了库存周转,提升供应链效率。

母婴方面,致力于打造O2O模式,一方面延展线上产品的广度和深度,获得众多海外品牌授权自供;另一方面积极建设线下红孩子实体店,打造集线上购物、线下消费指导和体验为一体的全方位服务平台,红孩子“全方位可信赖的母婴专家”的形象逐步凸显。

超市方面,线上以自营精选畅销商品和品牌旗舰店,线下以广场主力店、苏宁超市店和服务站的模式,重点突破生鲜电商、地方特色、进口食品与定制包销产品,并大力发展农村电商以及通过现有门店构建虚拟超市,苏宁超市品牌逐步提高认知度。

跨境电商业务方面,充分发挥公司在日本、美国、香港地区的供应链优势,加强自营采购以及招商,进一步丰富商品,打造苏宁海外购旗舰群。进一步加强保税区物流建设,提升消费者购物体验。

开放平台方面,进一步强化品牌商户招商的机制,聚焦核心KA商户、重点商户等目标商户的引进,开放平台SKU数量极大丰富。同时,公司还积极扶持农村电商发展,上线“中华特色馆”频道为众多地区的农产品搭建了特色营销平台,至2015年末共有145个市县上线开馆,遍及30个省。通过自营与平台的发展,公司商品丰富度得到提高。截至2015年末,公司商品SKU数量达到2000万(同一商品来自不同供应商、同一商品被公司和开放平台第三方商户销售均计为同一个SKU),开放平台商户数26000家。

(2) 重塑供应链,零供关系高效协同。

通过C2B反向定制能力的打造,推动上游新产品的研发能力不断增强。公司借助对大数据的分析与应用,联合上游品牌商推行了C2B反向定制和独家包销、新品首销等模式,推出了PPTV电视、博伦博格冰箱、伊莱克斯大白冰箱,奥林巴斯超级微单EP5、三星S6、TCL么么哒3、美图2、华为P8、魅族MX5等单品的运营。通过供应链推广运营能力的打造,建立起产品全生命周期的解决方案。公司推出众筹、预售、大聚惠、特卖等一系列互联网运营产品,为供应商打造了在产品研发、新品上市、尾货销售,全流程的一揽子解决方案;开展品牌日、精准推广等一系列品牌化、特色化的营销活动,提升合作伙伴销售。通过互联网零售能力的输出,为平台商户和供应商提供的O2O综合运营服务的能力不断增强。2015年,通过对开放平台在店铺运营、会员营销、经营分析等方面的服务能力的不断迭代升级,让商户的运营体验得到极大的提高,服务用户的能力不断增强,增强了平台商户的经营能力。物流云、金融云和数据云等增值服务能力日益完善,全面对外开放。

① 物流方面。

2015年,苏宁物流以公司化模式独立运营,物流基础设施建设、物流运营效率以及社会化运作在行业全面凸显,在跨境物流、农村电商物流等新业务领域快速完成系统化的

布局建设工作。

a. 物流建设方面。

物流设施建设方面,报告期内公司持续推进物流基地建设,加速自动化项目的建设和升级。截至2015年末,北京、广州、南京一期三个自动化仓库改造投产,南京二期、上海、沈阳自动化拣选中心建成投入使用,西安、杭州、武汉、成都等6个自动化拣选中心在建;30个物流区域配送中心建成投入使用,石家庄、太原、南宁、兰州等12个物流区域配送中心在建,并完成了23个物流区域配送中心土地签约储备。截至2015年末,公司拥有物流仓储及相关配套总面积达到455万平方米。

b. 物流服务能力建设方面。

物流服务体验不断提升,2015年苏宁物流妥投率98.97%,及时率达到了91.71%。截至12月末,公司拥有6051个快递点(兼具自提功能)。在全国327个城市,1993个区县实现“次日达”,同时公司积极利用O2O优势,近200个城市、2000条街道实现“急速达”(指客户网上下单后,系统优先自动检测从距离客户最近的门店存货仓库出货,2小时内将商品送到客户手中);针对消费者需求比较旺盛的区域,北京、上海、成都、广州等7个城市实现“一日三送”承诺,在61个城市、173个区县实现“半日达”。

售后服务是苏宁O2O模式差异化竞争优势的重要体现,公司充分利用售后服务网点与物流服务进行联动,有效发挥终端优势,推出“以旧换新”、“送装一体”服务产品,“送装一体”品类覆盖黑电、热水器品类,服务区域从核心城市逐步扩展到二三线城市,已在全国150多个城市开展,55个大区所在城市主城区覆盖率高达95%。“以旧换新”已涵盖空调、彩电、冰洗、厨卫四大电器品类,服务网络覆盖全国80%的城市区域。

c. 物流社会化运作方面。

物流加快社会化运作,业务类型逐步从仓配一体扩展至全套供应链物流服务。2015年12月,苏宁物流云平台上线,作为国家十大“物流信息服务平台”之一,面向上游供应商、社会物流企业、合作承运商、社会企业货主、设备设施供应商以及个人消费者,上线运输、仓储、揽件快递等业务。

跨境电商物流,已打通国内5个口岸的跨境关务系统,同时完成进口(保税备货、直邮、邮政小包)及出口业务。通过合作方式完成中国香港地区、日本、美国海外仓的设置,和发运国内的海空干线运输网络。农村电商物流,依托于苏宁易购服务站直营店,通过运力本地化,打造完善的农村物流网络,让农村消费者也能享受便捷购物体验,并持续推进“工业品下乡,农产品进城”。

② 金融方面。

2015年,苏宁金融集团独立运营,夯实基础、提升能力,打造严谨、规范、专业的运营机制,全金融产品布局已经形成,致力于为消费者、企业、合作伙伴等提供多场景的金融服务,发挥苏宁生态圈平台优势。

支付业务以“易付宝+本地生活”模式覆盖教育、交通等场景,有效增强用户黏性,截至2015年末,苏宁易付宝注册用户数超过1.3亿;苏宁理财为用户提供一站式财富管理服务,业务线涵盖余额理财、固定收益、权益投资等多种类型,并依托独特的金融O2O模式,加强自身投研能力建设,满足客户的差异化理财需求;供应链金融业



务，全面助力中小微企业融资，推出账速融、信速融、票速融等核心产品；苏宁众筹是国内首个同时在线上平台、线下实体门店同步开展众筹产品体验的全渠道众筹平台，涵盖科技、设计、公益、文化、娱乐、农业等多个众筹领域，2015年，苏宁众筹在行业中异军突起，迅速跃居行业前三名；消费信贷领域，成立苏宁消费金融公司，创新推出“任性付”个人消费信贷产品，深挖数据，有效控制信用风险，贷款余额增长较快，也极大地提高了用户黏性。苏宁金融以普惠金融、廉价金融为使命，致力于成为中国金融O2O的领先者。

③ IT 方面。

苏宁作为行业中实质拥有多端平台能力的零售企业，IT 和技术团队发挥了重要的作用，一方面搭建了线上平台，另一方面也打通了线上线下的资源和流程。报告期内，IT 体系聚焦系统架构优化、基础数据运维、服务产品应用等方面，为内部管理提供了支撑，也有效推动业务的创新发展。

云计算能力不断提升，苏宁平台的交易处理能力得到极大的提高，在双十一等促销出现大流量、高并发的情形下，系统响应良好；大数据应用能力增强，逐步与会员管理、商户管理等业务体系融会贯通，针对性的开发出了数据产品，有力提升了平台的运营效率；加强对产品设计、技术开发和业务运营的深度融合，完成了对大聚惠、闪拍等苏宁易购平台产品的优化，上线名品特卖、二手拍卖等新营销产品，拓展了海外购等新的业务平台，丰富了用户体验。

创新组织、激励新模式，配套互联网零售业务发展。

在组织体系建设方面，随着公司互联网零售模式的成型，在经营层面，初步完成了事业部公司化的转变，同时小团队作战的理念和机制也在进行积极的探索；

在人才方面，随着公司业务快速拓展与变革，公司在互联网运营、IT、金融等领域持续加大人才引进。此外，公司有针对性地开展多种形式的培训，全面提升员工技能；

在激励制度建设方面，实行以绩效为导向，结合员工成长与敬业度，加大了各种形式的员工激励，推出员工持股计划、创新基金等多种方式，充分调动员工工作的积极性；

在企业文化建设方面，继承公司优秀传统文化的同时，吸纳了互联网文化精髓，重塑了企业文化理念。

8.2.3 苏宁云商的主要财务指标和数据

苏宁云商的主要财务指标见表 8-1~8-5。

表 8-1 存货周转情况

年份	存货周转天数	应收账款周转天数	应付账款周转天数	现金周期
2011	54.92	5.73	36.85	17.82
2012	69.15	5.77	42.83	38.07
2013	72.53	3.37	35.88	40.02
2014	67.82	2.02	35.83	34.01
2015	47.27	1.67	31.8	17.14

表 8-2 劳动资本状况

(单位:万元)

年份	流动资产	流动负债	营运资本
2011	4 211 663.3	3 563 826.2	647 837.1
2012	5 342 712.9	4 124 525.6	1 218 187.3
2013	5 416 994	4 422 410.3	994 583.7
2014	5 014 154.8	4 211 691.2	802 463.6
2015	5 544 019.9	4 573 465.9	97 0554.0

表 8-3 企业资产结构

年份	货币资金	应收票据	应收账款	存 货	预付款项	流动资产总额
2011	2 274 008	726.5	184 177.8	1 342 674	233 451	4 211 663.3
2012	3 006 737	298.7	127 050.2	1 722 248	310 487	5 342 712.9
2013	2 480 628	57.7	67 107.5	1 825 835.5	412 115.8	5 336 022.1
2014	2 227 447	0	53 557.9	1 603 852.2	385 180.4	5 014 154.8
2015	2 711 556	492.5	70 561.7	1 400 479.7	670 652.2	554 4019.9

表 8-4 企业负债结构

年份	应付账款	预收账款	应付票据	短期借款	流动负债总额
2011	852 585.7	35 005.1	2 061 759.3	166 568.6	3 563 826
2012	1 045 773	54 217.1	2 422 985.2	175 249.2	4 124 526
续 2013	1 053 149	50 765.1	2 523 584.9	110 989.3	4 422 410
2014	842 739.7	145 173.2	2 244 213	183 653	4 211 691
2015	905 885.3	98 275.8	2 389 006	322 564	4 573 466

表 8-5 企业的筹资状况

年份	流动负债	非流动负债	总负债
2011	3 563 826	111 767	3 675 594
2012	4 124 526	580 471	4 704 997
2013	4 422 410	1 013 438	5 435 848.3
2014	4 211 691	1 054 001.5	5 265 692.7
2015	4 573 466	1 041 594.7	5 615 060.6



8.3 案例分析

8.3.1 营运资本周转分析

从表 8-1 中可以看出,苏宁云商的存货周转情况自 2011—2013 年一直处于下降状态,而 2014—2015 年情况有所改善。原因是 2011—2012 年,随着线上业务的快速发展,以及连锁发展(以每年 200 家规模)的持续纵深,公司网络覆盖范围进一步扩大,公司规模扩大,相应的存货规模增加,此外物流、店面资产规模也在增加,受销售规模增长放缓的影响,存货周转率有所下降,周转天数较上年同期有所增加。2013 年以来,公司持续优化供应链建设,加强存货管理,随着公司物流网络的布局完善,期末存货量下降,存货周转效率显著提升。随着公司商品经营的专业化程度逐步加深,以及物流运作能力的加强,公司资产运营能力逐步改善。

苏宁云商的应收账款周转率从 2011—2015 年大体趋势是上升的,整体回收天数处于高位运转。当然,这部分是由零售业的商业模式决定的,但另一方面也说明,苏宁云商加强了政府补贴和节能补贴以及关联企业应收款项的回收,另外苏宁凭借全国性销售渠道网络,形成寡头垄断,与消费者进行现金交易,缩短了现金周期。

就应付账款来看,从 2011—2012 年应付账款周转天数有所增加,原因是这段时间,销售收入增长速度放缓,期末加大备货,应付款也相应增加,使得应付款项周转天数有所增加。另外就是企业 OPM 战略的沿用。苏宁充分自己的规模优势,利用供应商在贷款结算上的商业信用政策,延期支付货款,将占用在存货和应收账款上的资金成本转嫁给供应商,从而缩短现金周期。但这种“吃供应商”的方式随着 2013 年存货周转情况和应收账款周转情况的好转,也有所改进。数据显示,从 2013 年开始应付账款周转天数逐渐稳步下降。

8.3.2 营运资本结构分析

从表 8-2 中可以看出公司规模扩大,苏宁近 5 年来营运资本均为正数,融资活动保证了企业投资活动的资金需求,说明苏宁采取稳健的融资政策。对于苏宁这种面临着较大的竞争企业,企业的长期投融资活动不能留有资金缺口。如果存在长期性资金缺口(营运资本为负),则企业生产经营活动会出现资金紧张,企业将面临资金支付困难。如果企业新创造的利润不能尽快弥补这一缺口,将会给企业经营活动带来不利影响。

从筹资的角度看,净营运资本是由企业的短期资金筹得的(表 8-5)。由于长期资本成本大于流动负债的资本成本,加大流动负债的比例可以降低总资本成本,提高企业的利润。但大量利用短期负债来支持流动资产会加大企业无力支付债务的可能性,从而增加了企业的风险,表 8-3、表 8-4 显示了企业的资产和负债结构。从表 8-3 来看,企业拥有大量的货币资金,从 2011—2015 年,货币资金所占比例相对稳定,构成了流动资产的绝大部分。存货和应收账款占比相对较小。说明企业资金周转比较快,应收账款和存货占用资金少,另外 OPM 模式使得苏宁能成功地将资金占用成本也反映了企业相对稳健的销售政策。相对地,负债中应付账款和应付票据所占比例较高,并且 5 年来一直保持稳定,而短期借款只构成了短期负债的极小部分。这是苏宁电器 OPM 战略的延续,只是相对 2011

年前情况有所改善。而苏宁之所以能长时间沿用这种战略得益于这些年我国家电行业供应链的重心开始由制造商转向零售商,强势的零售商正在取得越来越多的话语权。同时,较少的短期借款说明苏宁的流动性风险非常低,保证了企业的长远发展。

8.3.3 营运资本改进方案

从国际家电业的发展历史来看,大致经历三个阶段:第一阶段是靠资源赚钱,即通过攫取上游供应商实现利润和发展。第二阶段是对整个供应链的管理,包括对商品结构、库存、终端销售的管理。第三阶段是供应链的延伸阶段——经营客户阶段。苏宁电器2013年前处于第一阶段,2013年随着网络平台的全面构建逐渐转向第二个阶段。从具体来看,分为以下几个措施。

1. 提高采购环节效率,降低采购成本

首先,自O2O模式实施以来,苏宁可以通过线上平台发布自身详细需求,并向海量的线上资源发起采购邀约。O2O模式克服了传统零售电商采购目标固定、选择范围狭窄、资金占用成本高等缺陷,使采购企业在全球供应商价格与质量的充分竞争中获得最大利益。另外,线上双方的零距离接触可以降低差旅费、业务招待费等采购费用,提高采购的效率和成功率,减少采购费用的资金占用成本。另外,苏宁可以与供应商建立完整的线上线下联动系统,及时反馈客户需求,从而根据需求进行采购定制。避免库存过量造成的持有成本和脱产造成的短缺成本。



【拓展知识】

2. 缩短销售周转期,降低库存

在O2O模式下,客户通过线上平台预订等方式,苏宁可以实时掌握信息,按订单生产,减少信息不对称性,降低库存。线上营销加线上体验的模式,让消费者体验到货物或服务后再付款,这大大减少了退货现象,提高了销售效率,缩短了销售周期。另外,苏宁云商可以通过线上平台直接与客户交流,用直销式营销渠道代替传统分销渠道,减少销售的中间环节,提高利润率,增加营业收入,有效缩短运营资金周转期。

3. 加强账款管理,提升应收账款周转率

传统的销售都采用赊销方式,赊销政策不合理,信用制度不完善,都会使企业存在大量的应收账款,占用流动资金。对应收账款后续管理不善还会造成大量的坏账损失。O2O模式的核心在与在线预付,也就是客户只有在完成线上电子支付后,商家才安排发货。这种模式下的商业交易,一般采用全额付款的方式,不存在分期付款,降低了坏账、呆账的发生,缩短了结算周期,也可以同时降低管理成本。线上支付环节满足了客户便捷支付的需求,也满足了商家快速回笼资金的目的。

练 习 题

1. 营运资本管理需要解决的主要问题是什么?
2. 什么是OPM策略,苏宁云商是如何运用OPM策略的?
3. 什么是O2O策略,O2O策略对苏宁云商运营资本有何影响。

第9章

宝钢股份的股利政策

教学目的

通过对本案例的学习，理解股利政策的内容、评价指标；掌握股利政策的影响因素以及股利政策的类型；理解股票回购的动机、条件、方式与影响。了解股票回购中的风险及其应对措施。掌握现金股利与股票回购的异同。

9.1 背景知识

9.1.1 股利政策方式及其影响因素

股利政策是确定公司的净利润如何分配的方针和策略。虽然公司实现的净利润无论是以现金股利的形式给股东分红，还是作为利润留在公司内部都属于股东的财富，无论怎样分配都没有改变净利润是股东财富的性质，但公司如何分配利润对股东财富具有现实的影响。因此股利政策也是财务管理研究的重要内容。在实践中，公司的股利政策主要包括：①股利分配的形式，即采用现金股利还是股票股利；②股利支付率的确定；③每股股利的确定；④股利分配的时间，即何时分配以及多长时间分配一次。

股份公司常用的股利政策主要有五种类型：剩余股利政策、固定股利政策、稳定增长股利政策、固定股利支付率政策和低正常股利加额外股利政策。剩余股利政策是以首先满足公司资金需求为出发点的股利政策。固定股利政策是指公司在较长时期内每股支付固定股利额的股利政策，给股票市场和公司股东一个公司经营稳定的信息。稳定增长股利政策是指在一定时期内保持公司的每股股利额稳定增长的股利政策，其可向投资者传递该公司经营业绩稳定增长的信息。固定股利支付率政策是一种变动的股利政策，这种股利政策使公司的股利支付与盈利状况密切相关。低正常股利加额外股利政策介于固定股利政策与变动股利政策之间的折中股利政策，该政策使灵活性和稳定性较好地结合。

影响股利政策的因素主要有法律因素、债务契约因素、公司自身因素、股东因素。为了保护投资者利益，各国法律都会对公司股利分配进行一定限制。债务人为了防止公司过多发放现金股利，影响其偿债能力，也会在债务契约中规定限制公司发放现金股利的条

款。公司自身因素比如经营活动的现金流量,自身筹资能力,有无良好的投资机会和所处生命周期都会影响股利政策。股利分配方案必须经过股东大会决议通过才能实施,因此股东对公司股利政策具有举足轻重的影响。

9.1.2 股利分配形式及市场反应

常见的具体股利分配形式有送股与转增股、现金股利和股票回购。

(1) 送股,也称股票股利,是指股份公司对原有股东采取无偿派发股票的行为。送股时,将上市公司的留存收益转入股本账户,留存收益包括盈余公积和未分配利润,现在的上市公司一般只将未分配利润部分送股。转增股是指上市公司将公司的资本公积金转化为股本的形式赠送给股东的一种分配方式。转增股虽然同样是上市公司送予股东的股份,与送红股不同的是,送股是利润分配所得,转增股则从资本公积金转成股本。转增股是从资本公积金里取出钱换成股份分给大家,送股是从未分配利润里取出钱换成股份分给股东。对于转送股,实质是股东权益的内部结构调整,对净资产收益率没有影响,对公司的盈利能力也并没有实质性影响。理论上对公司现金流量也不产生任何影响,因此对公司市场价值也无实质影响,但经验研究表明转送股也会产生正向反应,起到股价催化剂的作用。截至2016年3月1日,沪深两市已有217家上市公司披露了2015年利润分配预案,有155家公司推出高送转方案,而且送转比例也越来越高,大齐铝业10送4转28,劲胜精密10转30,神州长城10转28。

(2) 现金股利是上市公司以货币形式支付给股东的股息红利,也是最普通最常见的股利形式,如每股派息多少元,就是现金股利。对于现金分红而言,经验证据支持公司首次发放股利的行为以及增加股利的行为都具有正向的市场反应。我国证监会于2001年3月发布《上市公司新股发行管理办法》提出上市公司再融资的前提条件是进行现金分红,2008年又进一步发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》中指出“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%”,因此,2001年以来,派现公司数量逐年增多,根据同花顺数据显示,截至2015年4月29日,A股共有1932家上市公司公布了2014年分红预案,其中,有1866家公司的分红预案中有现金分红,占比97.62%,2014年的平均股利支付率在30%左右。

(3) 股票回购是指上市公司利用现金等方式,从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票的行为。公司在股票回购完成后可以将所回购的股票注销。但在绝大多数情况下,公司将回购的股票作为“库藏股”保留,不再属于发行在外的股票,且不参与每股收益的计算和分配。库藏股日后可移作他用,如发行可转换债券、雇员福利计划等,或在需要资金时将其出售。股票回购也常被看作对股东的一种特殊回报方式。对于股票回购,一般认为市场对股票回购的反应是积极的,具有短期正向市场效应。

9.1.3 股票回购的历史、现状、条件、方式、动机和影响

股票回购是证券市场发展到一定阶段的产物。与其他资本运作工具相比有其独特的优势。股票回购最早可以追溯到20世纪60年代的美国,为了规避联邦政府对公司发放现金股利的种种限制,不少上市公司采用股票回购方式替代现金股利政策。由此,股票回购便被上市公司广泛关注并运用,现阶段已成为资本市场上常见的资本运营方式。1992年,



我国发生了第一起股票回购事件,即大豫园以协议回购的方式购入小豫园股票。大豫园作为小豫园的大股东,把小豫园所有股票(包括国家股,法人股,个人股)悉数回购并注销,采取的是协议回购方式,程序上经股东大会批准,合并后新公司再发新股,并承诺小豫园股东有优先认股权。我国股份回购发生的早期主要目的是优化上市公司股权结构,完善上市公司法人治理,实现国有资本的战略性转移。提高其资本运营效率,提升公司市场价值;采用方式往往是协议回购。之后,我国上市公司股票回购目的主要是为了股权分置改革,或是稳定维护公司股价,抑制股市过度投机行为,或是为建立公司股权激励机制等;采用方式往往是直接回购社会公众股。2015年由于股灾的产生,在监管层抛出维稳股价方案后,回购股份的上市公司已超过四十家。从2016年1月份至2月初,已有20家上市公司相继公告表示拟回购公司股票,总体向市场传递了公司股价被低估的信号,对公司股价形成一定支撑。

股票回购的条件。我国公司法对上市公司股票回购有明确的规定:公司不得收购本公司股份。但是,属于“为减少公司注册资本;与持有本公司股份的其他公司合并;将股份奖励给本公司职工;股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购股份”的几种情形时,经证券监管部门批准后方可实施。

股票回购的方式主要有四种。①公开市场回购。上市公司在证券市场上按照股票市场价格回购本公司股票。②要约回购。公司通过公开向股东发出回购股票的要约来实现股票回购计划。③协议回购。公司与特定股东私下签订购买协议回购其持有的股票。④转换回购。公司用债券或者优先股代替现金回购普通股的股票回购方式。

股票回购的主要动机有多种。①传递股价被低估信号的动机。过低的股价,无疑将对公司经营造成严重影响,股价过低,使人们对公司的信心下降,使消费者对公司产品产生怀疑,削弱公司出售产品、开拓市场的能力。在这种情况下,公司回购本公司股票以支撑公司股价,有利于改善公司形象,股价在上升过程中,投资者又重新关注公司的运营情况,消费者对公司产品的信任增加,公司也有了进一步配股融资的可能。因此,在股价过低时回购股票,是稳定公司股价和维护公司形象的有力途径。②减少公司自由现金流量,降低公司代理成本的动机。公司过多的现金流会增加管理层和股东之间的代理成本,管理层可能会拿这些现金投入到次优的投资项目或无效率的收购活动,达到分散自己所承担的投资风险或扩大自己所控制的权利范围的目的,而企业将过量现金发还给股东避免公司管理层出于自身利益从事低收益投资的过度扩张行为。③改善资本结构的动机。即大规模借债用于回购股票或支付特殊红利,从而迅速和显著提高长期负债比例和财务杠杆,优化资本结构。重新资本化往往出现在竞争地位相当强、经营进入稳定增长阶段但长期负债比例过低的公司。由于这类公司具有可观的未充分使用的债务融资能力储备,按照资产预期能够产生的现金流入的风险与资本结构匹配的融资决策准则,提高财务杠杆,可以优化公司资本结构,降低公司总体资本成本,增加公司价值,从而为股东创造价值。④反收购的动机。证券市场的兼并、收购行为是常见的,很多时候都表现为上市公司股权之争,此时控股比例便成为决定性因素,上市公司的股票回购行为便会经常发生,减少流通在外的股票股数,提高股票价格。⑤避免股利波动带来负面影响的动机。股利分配一般要求持续性和稳定性,如果公司突然中断股利分配,往往会被认为是公司的经营出现了问题。当公司剩余现金是暂时的或者是不稳定的,没有把握能够长期维持高股利政策时,可

以在维持一个相对稳定的股利支付率的基础上,通过股票回购发放股利并减少股份数,减轻将来的股利支付压力。⑩为股东避税的动机等。现金股利的税率通常高于资本利得的税率,公司为了减少股东缴纳的个人所得税,可以用股票回购的方式代替发放现金股利,从而为股东带来税收利益。一般股票回购对股价有较大的正面影响,对企业资本结构,股权结构和每股收益,每股净资产等财务指标都会产生重大影响。

股票回购的风险:股票回购其实是一把“双刃剑”,回购给上市公司和股东带来一系列好处的同时,也会产生一些问题和负面影响。对于债权人而言,如果以现金进行股票回购,将减少上市公司的现金和其他可变现资产,降低了公司的流动资产和偿债能力。如果以债务融资来进行回购,会提高上市公司的资产负债率,增加债权人损失风险。对于部分其他股东而言,上市公司通过定向回购的方式从单个股东或者某些股东手中购回股份,上市公司和这些股东的交易构成关联交易,回购股份的价格、方式、数量都是私下协议商定,可能会出现不公平交易和利益输送的情况,从而损害其他股东的利益。对于普通投资者而言,上市公司发布公司利空消息,打压股价,以低价进行回购。而在股票价格较高时发行股票来套利,公司通过这种方式操纵市场严重损害投资者利益。

9.2 案例资料

9.2.1 宝山钢铁股份有限公司背景

(1) 宝钢基本情况。

宝山钢铁股份有限公司(简称“宝钢股份”)是中国现代化的特大型钢铁联合企业,是世界500强宝钢集团的核心成员。宝钢股份是宝钢集团的子公司。宝钢股份以成为世界一流的钢铁制造和服务商,创造美好生活为使命,致力于为客户提供超值的产品和服务,经营业绩持续保持业界最优。

宝钢股份总部位于上海市宝山区,濒临长江入海口,其前身最早可追溯到1977年12月成立的上海宝山钢铁总厂;2000年2月,宝钢股份由上海宝钢集团公司独家创立,同年12月,在上海证券交易所上市(证券代码:600019)。公开发行了人民币普通股187 700万股。2005年增发50亿股新股,收购上海宝钢集团公司部分资产和股权,实现钢铁业务一体化。2013年5月完成A股历史上最大规模的股票回购,累计使用资金50亿元,回购并注销10.4亿股。宝钢股份现有上海宝山、南京梅钢、广东湛江(在建)三大钢铁精品基地,覆盖炼铁、炼钢、热轧、厚板、冷轧、硅钢、高速线材、无缝钢管、焊管等全流程生产线。正在建设的广东湛江钢铁将打造成为世界最高效率的碳钢板材基地,先期年产能力900万吨。2018年,宝钢股份产能规模将达到3 400万吨。

宝钢股份专业生产高技术含量、高附加值的碳钢薄板、厚板与钢管等钢铁精品。其中,在汽车板、电工钢、镀锡板、能源及管线用钢、高等级船舶及海工用钢,以及其他高端薄板产品等领域处于国内市场领导地位。宝钢股份作为客户最值得信赖的价值创造伙伴,通过服务先期介入、大客户总监负责制、电子商务交易平台、快速响应完善的营销服务体系,以遍布全球的营销网络,为客户提供一流的产品、技术和服务,在满足国内市场需求的同时,产品出口日本、韩国、欧美等七十多个国家和地区。



【拓展视频】



宝钢还采用国际先进的质量管理体系，主要产品均获得国际权威机构的认可，并通过了BSI英国标准协会的ISO 9001认证和复审。同时也获美国API会标、日本JIS认证证书，通过了克莱斯勒、通用、福特等世界三大著名汽车厂的QS9000贯标认证，得到法国、中国、美国、德国、英国、意大利、挪威等七国船级社认可。公司具有雄厚的研发实力，公司不竭的发展动力源自于从不间断的新技术、新产品、新工艺、新装备的开发研制。公司重视保护环境，追求可持续发展，在中国冶金行业中第一家通过ISO 14001环境贯标认证。

(2) 回购前宏观背景影响下的宝钢。

2009年，金融危机之后的我国钢材市场价格逐步回升，但由于总体产能过剩，以至于全年钢材价格总体低位运动，且出现两次较大的震动。受金融危机后国际市场需求锐减的打击，2009年上半年我国钢材出口骤降，反而进口大幅度增加，几年以来首次形成贸易逆差，全年出口下跌达94%，行业出现持续7个月的亏损，全年有近30%的钢铁生产厂家亏损；宝钢当年实现营业收入1485亿，较之2008年的2006亿与2007年的1916亿，降幅达25%左右；实现利润总额72.9亿，相比于2008年的81.5亿已经是显著下降，更无法与2007年的193亿利润额相提并论。

2010年，我国经济保持回升状态，钢铁行业同样保持较快的产量增长。2010年第四季度，“十一五”规划的节能减排目标提前达成，放缓了各地限电压力，工业行业的产能获得反弹机会，扩大了钢材需求。宝钢在2010年获得了难得的喘息机会，实现收入2021亿，利润171亿。

2011年，第四季度，受制于全球经济的负面因素，钢铁行业景气指数为85.3点，较上一季度下降29.9点，进入“不景气区间”。同期，针对钢铁行业的十二五发展规划颁布，出具生产指导意见与未来消费预测。与此同时，为了应对2011年铁矿石的价格疯涨，《矿产资源节约与综合利用“十二五”规划》对我国矿山潜力挖掘提出要求，进一步增加和盘活90亿吨的铁矿石产出。

国际市场需求不振，国内消费市场的房地产板块面临政策限制，汽车行业增速有限，流通层面货币供应量不足，钢材需求进一步萎缩。宝钢2011年收入与利润分别为2225亿与92.6亿，完全是当年微利行情甚至亏损经营的行业缩影。

(3) 截至2015年9月底，宝钢股份的前十大股东持股情况见表9-1。

表9-1 截至2015年9月底宝钢股份的前十大股东持股情况

编号	股东名称	持股数量	持股比例(%)	股份性质
1	宝钢集团有限公司	13 130 265 267	79.726	流通A股
2	中国证券金融股份有限公司	192 133 111	2.990	流通A股
3	中央汇金投资有限责任公司	122 230 300	0.742	流通A股
4	香港中央结算有限公司	56 662 927	0.344	流通A股
5	平安养老保险股份有限公司	35 702 752	0.217	流通A股
6	孟令翠	33 836 640	0.205	流通A股
7	中国银行股份有限公司	30 593 576	0.186	流通A股
8	华夏基金	21 645 400	0.131	流通A股
9	银华基金	21 645 400	0.131	流通A股
10	嘉实基金	21 645 400	0.131	流通A股

宝钢股份 2010—2014 年的重要财务指标见表 9-2。

表 9-2 宝钢股份 2010—2014 年的重要财务数据

	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入 (万元)	20 214 915	22 285 655	19 113 554	18 968 838	18 741 364
营业利润 (万元)	1 666 577	883 890	359 652	768 355	764 075
利润总额 (万元)	1 707 623	926 013	1 313 965	800 976	827 777
净利润 (万元)	1 336 089	773 580	1 043 296	604 033	609 069
属于母公司所有者 净利润 (万元)	1 288 908	736 196	1 038 637	581 847	579 235
基本每股收益 (元/股)	0.74	0.42	0.6	0.35	0.35
经营活动产生的现金 流量 (万元)	1 885 553	1 214 223	2 220 217	1 209 048	2 828 047
投资活动产生的现金 流量 (万元)	-1 261 041	-1 613 009	264 880	-871 686	-1 896 391
筹资活动产生的现金 流量 (万元)	-316 710	929 257	-3 035 073	59 913	-953 378

9.2.2 股利分配方案

根据 2012 年、2013 年、2014 年报表,在此期间宝钢股份业绩下滑明显,和 2011 年比较,2012 年、2013 年、2014 年营业收入,营业利润均下滑,虽然 2012 年利润总额,净利润上升但增长并不是来自营业利润的增长,而是宝钢股份通过关联交易,出售不锈钢和特钢业务,获得收益 95.8 亿元。2013 年 2014 年利润总额、净利润、属于母公司所有者净利润及基本每股收益下降幅度较大,因此 2012—2014 年分红也较少。宝钢股份有限公司自 2000 年上市以来,从未转送股票但每年都会采用现金股利的方式向股东分配股利,就算是在 2008、2009、2012、2013、2014 年整体经营业绩有大幅下滑的情况下,依然采用现金股利的方式向股东分红。2005—2014 年宝钢股份股利分配情况见表 9-3。

表 9-3 2005—2014 年宝钢股份股利分配情况

分红年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
分红方案	10 派 3.2 元	10 派 3.5 元	10 派 3.5 元	10 派 1.8 元	10 派 2 元	10 派 3 元	10 派 2 元	10 派 1.383 2 元	10 派 1 元	10 派 1.8 元
每股收益 (元)	0.72	0.75	0.73	0.37	0.33	0.74	0.42	0.6	0.35	0.35
股利支付率 %	44.44	46.67	47.95	48.65	60.61	40.54	47.62	23.05	28.57	51.42



9.2.3 股票回购内容

宝钢股份于2012年8月28日发布股份回购预案,为维护广大股东利益,增强投资者信心,维护公司股价,分析比较了分红和回购等回馈股东的方式,考虑投资者建议和公司财务状况,公司拟以不超过每股5元的价格回购公司股票,回购总金额最高不超过人民币50亿元。在回购资金总额不超过50亿元、回购股份价格不超过5元条件下,回购股份将高达10亿多股。回购股票的方式为上海证券交易所集中竞价交易方式,回购的股票将注销以减少注册资本,资金来源为自有资金,回购股票的种类为本公司发行的A股股票,回购股份的期限自股东大会审议通过回购股份方案之日起十二个月内。实施回购自2012年9月21日起至2013年5月21日止。公司于2012年9月17日召开2012年第二次临时股东大会,会议审议通过《关于以集中竞价交易方式回购本公司股票的议案》,并于2012年9月24日首次实施回购。2012年10月9日、2012年10月16日、2012年11月2日、2012年11月23日、2012年12月4日、2013年1月7日、2013年2月6日、2013年3月4日、2013年4月2日、2013年4月15日、2013年5月6日、2013年5月17日分别发布了回购进展情况的公告。截至2013年5月21日,公司回购方案已实施完毕。本次股票回购总金额为50亿元(含佣金),回购最高价为5.00元/股,最低价为4.31元/股。回购股票数量为1 040 323 164股,占公司原总股本(17 512 048 088股)的比例约为5.9%,占原流通股本的比例约为23.7%,宝钢股份将回购股票全部注销(根据我国2005年发布的《上市公司回购社会公众股管理办法》规定,上市公司回购股票只能是为了减少注册资本而进行注销,不允许作为库藏股由公司持有)。股票回购前后的公司合并资产负债表数据摘要见表9-4。

表9-4 股票回购前后的公司合并资产负债表数据摘要

(单位:万元)

报 表 日	2012年9月30日	2013年6月30日
存货	3 157 371	3 147 045
流动资产	8 574 767	7 793 097
非流动资产	13 956 961	14 939 415
总资产	22 531 728	22 732 512
流动负债	8 700 297	10 386 140
非流动负债	1 922 997	555 213
总负债	10 623 294	10 941 353
股东权益	11 908 434	11 791 159

9.3 案例分析

9.3.1 宝钢股份股利政策

宝钢股份是最早制定长期现金分红政策,并将其股利政策明确写入公司章程的境内上市公司之一,自2000年上市以来坚持连续派现的公司,因此宝钢的股利分配形式是以现

金形式发放且无股票股利和转增股。就算是在2008年、2009年公司的整体经营业绩有大幅度下滑的情况下,依然采用现金股利的方式向股东分红,这充分体现了该公司股利政策的稳定性。根据表9-5,现金股利的变化趋势与每股收益的变化趋势相同,由于2012年9月21日起实施了为期八个多月的社会公众股回购方案,公司一贯实施的现金股利支付方式在2012年和2013年两个分红年度变更为股票回购与现金股利相结合的方式,股利支付率也相应变更。虽然宝钢股份的派现金额有不小的差异,但股利支付率一直相对比较稳定,除了由于2012年和2013年由于股票回购的原因股利支付率小于40%,其他年份均超过40%,再一次体现了股利支付的稳定性和持续性。

9.3.2 相对稳定现金股利政策方式的动因分析

1. 企业当年的每股收益

从宝钢股份2005—2014年的每股收益与支付现金股利的数额变化趋势来看,很容易发现它们是呈正相关关系,当公司经营状况好、盈利水平高,每股收益高时,支付现金股利的水平也高。而在2008年、2009年,由于受到美国金融危机的影响,整个钢铁行业陷入低迷,宝钢股份受到这样宏观经济条件的影响,营业利润和每股收益都大幅下降,与此同时这两年的现金股利水平也大幅下降。从2012年至今,受国内外经济增速放缓、产能过剩和财务成本居高不下等因素影响,我国钢铁企业生产经营再次陷入低迷,宝钢股份业绩再次下滑,同样现金股利也再次下降。这充分表明企业的每股收益是股利政策制定的重要影响因素,股利随公司的经营业绩“水涨船高”,这种政策不会给公司造成较大的财务负担,但是公司股利水平忽高忽低也可能向投资者传递该公司经营不稳定的信息,容易使股票价格产生较大的波动。

2. 企业当年的经营现金流

为了体现企业经营活动与投资活动产生的现金净流量与现金股利支付额之间的关系,根据宝钢股份有限公司相关财务数据编制表见表9-5。

表9-5 宝钢股份经营活动与投资活动产生的现金流量与现金股利比较

(单位:万元)

分红年度	经营活动产生的 现金流量	投资活动产生的 现金流量	经营活动产生的现金流与投资 活动产生的现金流的差 (自由现金流)	现金股利额度
2013	1 209 048	-871 686	337 362	164 717
2012	2 220 217	264 880	2 485 097	227 840
2011	1 214 223	-1 613 009	-398 786	350 240
2010	1 885 553	-1 261 041	624 512	525 361

见表9-5,宝钢股份利用经营活动产生现金的能力较强,经营活动产生的现金流量充足,企业的现金存量充足。除了2011年以外(在2011年,经营活动产生的现金流扣除投资活动产生的现金流之后为净流出,宝钢通过增加筹资维持现金股利水平),经营活动产生的现金流扣除投资活动产生的现金流之后仍高于当期派送的现金股利。所以除了2011



年实施大规模固定资产投资的年度外,总体来看宝钢股份具有较强的分红能力,该公司高额的现金股利是有可观的经营活动净现金流量做后盾的,表明企业就算支付较高水平的现金股利,仍然能够为公司保持可观的现金持有量。也正是因为宝钢充裕的现金净流量,才能使该公司采用现金股利的支付方式。

3. 公司的股权结构

宝钢股份有限公司作为大型国有控股企业,其最大股东为宝钢集团,截至2015年9月底,宝钢集团有限公司持股数额为131 302 652.67股,持股比例高达79.726%,在宝钢股份有限公司中处于绝对控股地位。宝钢股份作为著名的大型国有企业,一直将为股东创造利益作为原则。为了履行一个负责的国企的义务,宝钢股份始终坚持弘扬良性股权文化,充分关注股东利益。作为控股股东的宝钢集团深刻认识到了采用稳定的现金股利政策对建立公司良好企业形象的重要性,也正是因为这样的股利政策,使宝钢股份不断吸引着现有股东和潜在投资者,从而达到提升企业股价和股东财富的目的,中小股东权利得到了很好保护,大股东也表现了积极负责的态度。

9.3.3 股票回购的动机、条件和影响

2012年上半年钢铁企业利润大幅下滑,亏损面在继续扩大,上市钢铁企业股价陷于低迷。不少上市钢铁企业希望通过发行债券来渡过难关。而宝钢股份2012年8月却拟斥资50亿元进行股票回购,受到社会广泛关注。在钢铁行业进入寒冬之际,宝钢股份大手笔进行股票回购的动机是什么,是否具有股票回购的条件,又将带来什么影响呢?

1. 动机

(1) 价值低估信号假说。价值低估信号假说是建立在内部管理者与投资者之间信息不对称的前提下,当管理层认为股票价值被低估或预计公司未来盈余好于市场预期,公司就可能通过股票回购来向市场或投资者发送股价被低估的信号。这样的信号使得投资者对公司的未来发展前景有了信心,提高对公司未来盈利能力的期望,最终能更多地关注该公司的股票。受我国股市处于熊市和钢铁行业进入寒冬的影响,2012年宝钢股份股价一直在低位运行,进入6月份以来股价在波动中继续下降,几乎跌破1元。而宝钢股份2012年3月31日每股净资产为6.15元,2012年6月30日每股净资产为6.43元。可见股价已经远远低于每股净资产,本次股票回购,将传递公司对未来盈利和发展有信心、自身股价被低估的信息,以增强投资者信心,从而维护和提高股价到合理水平。

(2) 自由现金流假说。股票回购被认为是一种旨在降低代理成本的自由现金支付方式。宝钢股份2012年半年报显示,公司由于上半年出售不锈钢、特钢事业部相关资产及股权收益,实现净利润103.05亿元,留存超过180亿元的现金。在当前钢铁需求放缓、出现严重过剩时,宝钢股份通过自有资金进行股票回购,一方面避免了现金闲置,提高了资金使用效率,另一方面减少了管理层可以自由支配的现金,从而减少了管理层浪费公司资金和过度投资的机会,降低了代理成本。

(3) 财务杠杆假说。股份回购使公司的权益资本减少,债务资本的比重上升,提高了负债/股东权益比率和资产负债率,在债务融资成本率小于全部资本收益率的情况下,随着财务杠杆率的增长,利用举债为回购融资也会增加税收上可抵减的利息支付额,可以提

高权益资本的收益率并提升公司价值。公司可以通过回购股份有效地调节企业的资本结构,股份回购的过程就是提高企业的负债融资比重和资产负债率的过程,而购入的库藏股重新销售使其再次流通的过程则是降低负债融资比重和资产负债率的过程,可见股份回购为控股股东和企业管理当局提供了根据企业不同时期的具体特点安排合适的资本结构的重要手段。宝钢股份2012年半年报显示资产负债率为47%,比同期同行业其他钢铁企业低(包钢77%、武钢64%、首钢53%、鞍钢53%)。时任宝钢股份总经理的马国强在2012年业绩说明会上对公司资金的分配使用做了进一步阐述,“湛江项目预计静态投资400亿元,资本金按200亿元考虑,其余所需资金应由湛江项目通过直接融资或间接融资来筹集。公司自有资金足够建设湛江项目,不需要股本融资。湛江项目除资本金外的部分需要融资,应该会以银行贷款为主。”宝钢股份一边用自有资金进行股票回购,而一边又有耗资巨大而需要融资的湛江项目。可以看出,宝钢股份计划提高负债比率,股票回购和负债融资双管齐下将优化资本结构,减少流通股票数量,提高每股收益。

(4) 财务灵活性假说。如果上市公司拥有较充裕的现金,却找不到切实可行的投资机会,广大股东通常会要求公司发放现金股利。实施股票回购给股东所带来的资本利得,只要不小于增加股利发放情况下的现金股利。广大股东就不会抱怨上市公司决策层,但如果上市公司直接派发现金股利,股东不仅没有选择权,而且还会增加上市公司以后年度的派现压力。股票回购可以使管理者充分利用财务弹性,避免向股东持续支付现金股利,保证财务上的灵活性。股票回购所固有的灵活性是源于其有时可替代股利的形式。当公司有较稳定的现金流增量时会选择增加股利,若现金流增加只是暂时性的,则倾向于采用股票回购,而减少由于现金股利下降甚至停止而带来的负面效应。宝钢股份的股票回购计划中预计回购股份约10亿股,但没有确定具体回购的价格和时间,且当股价突破5元时将停止回购。那么,公司管理层可以根据公司现金流量状况,灵活选择回购时机,自主决定具体分几次回购、何时回购、每次回购多少等。宝钢股份2004年度股东大会审议通过《关于宝山钢铁股份有限公司现金股利政策的议案》,每年分派现金股利不低于当年净利润的40%。2012年业绩报告中显示,2012年宝钢股份净利润的主要贡献是出售不锈钢、特钢事业部相关资产及股权收益,而不是主营业务(营业利润同比下降52.4亿元)。根据表9-2,2012年宝钢较高的经营活动产生的现金流量于2013年就回落因此并不具备可持续性,另外股票回购也可使流通在外的股票数量减少,从而减轻宝钢在业绩下滑时的公司分红压力。可见,宝钢股份进行股票回购可能是部分出于财务灵活性和现金股利的替代。

(5) 财富转移假说。股票回购并非真正意义上的投资决策行为,而是一种零和博弈,只能造成相关利益主体之间的财富转移,并不会产生新的价值。这种财富转移主要表现为债权人向股东、出售股票的股东向持有股票的股东的转移。宝钢股份用自有资金进行股票回购,而不是通过举债进行股票回购,所以不存在债权人向股东转移财富的倾向。股票回购前宝钢集团持有宝钢股份比例达74.97%,处于绝对控股地位,股票回购后宝钢集团对宝钢股份的持股比例将进一步增加,而其他股东的持股比例将减少。可见,股票回购后股票的增值,将使财富从不了解公司内在价值而出售股票的股东向了解公司内在价值而未出售股票的大股东转移。

(6) 防止恶意收购假说。控制权的争夺历来是上市公司需要防范的重大问题之一,较低价格的股票很容易被其他机构低成本从市场中收购,造成上市公司控股权的转移。适时



进行回购部分股票可以确保控股股东地位。宝钢作为中国的国有大企业，其战略地位非常重要。股价的不稳定对企业的稳定性影响极大。在股市持续低迷的状况下，可能会有一部分人和集团利用这个时机大肆收购股票，增加自身的控股权，这样公司的股东就会产生新的变化，不稳定因素就会增加。如果这些被回购的股票落入敌意并购的集团或个人手中，那么对方的控制权将会大大增加，对公司的决策就会产生严重影响。

(7) 避税效应假说。通过实施股票回购，提高每股收益、每股净资产等关键财务指标。达到提升股价的目的，股东按提升后的股价转让股份，得到了相应的投资回报——资本利得。根据税法规定，我国自然人股东在二级市场转让股票取得的资本利得暂免征收所得税，故以股票回购方式代替派发现金股利能达到合理避税的效应。

2. 条件

尽管我国相关法规条文中规定了股份回购的相关内容。但是，上市公司实施股份回购的时候需要综合考虑以下几个基本的条件。

首先，实施回购计划的上市公司股票价格被低估。当上市公司的股票远低于该公司的每股净资产时，就说明该公司的股票价值被严重低估了，这种状况无论是对上市公司本身，还是对资本市场，都是一个不良的信号。通常而言，每股净资产是股价的底线，亦是股票真实价值的含金量。通常股价破净时，投资者反而具有买入的动机，因为相当于折扣买入真实价值。在这里可以提炼出三点信息：①当股价破净时，会让投资者（包括本公司）具备投资的欲望；②当股价破净时，台面上会产生两个当务之急的议题，防止恶意收购，维护公司股价；③若非股价破净时，进行股份回购行为就会代价沉重，并且毫无理由。在宝钢进行股份回购之前，受累于A股市场的下行趋势，宝钢的股票从5月开始就持续走低，2012年8月27日已经跌倒4.07元每股，而宝钢当时的每股净资产则是6.43元，这超过三分之一的破净幅度，说明宝钢股票价值被严重低估了，一度被市场认为是宝钢毫无前兆地推行股份回购的直接原因。所以上市公司需要采取措施来提升股票价格，股份回购就是较为有效地一种金融手段。

其次，实施股份回购的上市公司现金流状况必须乐观。进行股份回购是一种严重消耗流动资产的行为，不仅股份回购本身需要兑现大量资金，而且公司的正常运营周转也需要保障。所以如果没有相当乐观的现金流，股份回购就具有无法履行的可能，很可能是企业联合庄家的炒作行为或者烟雾弹战术。乐观的现金流不仅表现为企业现金充裕，还强调现金流合理。上市公司实施股份回购是为了改善公司的现状，但这种改变必须以稳定的综合能力作为前提条件，不能以牺牲企业正常经营状况为代价。因此现金流的充裕和合理就是必须要考虑的因素。若实施股份回购导致企业日常经营现金无法得到保障，那么即使完成回购，也会对企业的营运资本、资产负债率等其他方面产生重大不利影响。因此说乐观的现金流状况是上市公司实施股份回购的另一个必要条件。根据表9-5宝钢股份回购年份及之前年份经营现金流量都相对充足且在2012年通过出售不锈钢和特钢资产获得了450亿元资金，半年报显示，2012年六月底，宝钢的货币资金达187亿元（期初144亿元）。这在当时总体现金流比较紧张的钢铁行业，是相对宽松的，具备兑现宝钢发布的最高50亿元回购计划。

第三点，资产负债率低。通常情况下，在处于持续增长时期的公司生产经营来说，这

时的债务成本是远远小于企业的资产收益率的。而此前如果企业的资产负债率控制的很低的情况下,公司就可以利用闲置资金甚至是通过负债来换回公司股份,这样可以优化此前的资本结构。仅仅通过些许的资产负债率的提高,而且利用债务利息的减税效用,发挥财务杠杆的作用,以此达到平均资金成本的最小化,使得企业资本构成部分之间达到更佳的比例,从而在不改变经营情况的前提下达到提高净资产收益率的目标。从表9-6中可以看出,根据2011年年报数据,在行业经营压力较大的情况下,大部分钢铁公司都面临着经营风险,靠负债生存,资产负债率高居不下。相对比较,宝钢的经营状况算是较好的一个,所以是较有能力进行回购操作的。

表9-6 上市钢铁企业资产负债率

2012 年期初数	宝钢钢铁	山东钢铁	马钢股份	武钢股份	河北钢铁	首钢股份
资产负债率 (%)	50.90	75.86	64.33	61.30	68.25	51.95

而如果一个公司在没有较为良好的财务指标的前提下贸然进行股份回购,是面临巨大的财务风险的,而现金的流失甚至会进一步恶化其经营状况,这些都是投资者需要警惕的部分。

第四点,企业前景。股份回购很可能源自企业对自身前景的判断。在钢铁全行业亏损之际,宝钢公司2012半年报奇迹般地盈利96.1亿元,同比增长89%。所有这一切的关键,是靠出售了不锈钢、特钢两块业务,获投资收益90.9亿元。通过此举,宝钢不但使公司获得了一次性巨额收益,而且减少了债务,增加了现金流。由此可以看出宝钢大力淘汰落后产能、布局未来市场的志气与自信。而中小投资者在面对其他股份回购时,也许要参考企业前景来进行价值判断。

最后,其他外部投资机会不乐观。在宏观经济形势不太好,企业进行其他外部投资风险较大且收益不稳定的情形下,企业利用闲置资金实施股份回购的机会成本较小。如果外部投资机会良好,那么企业实施股份回购的意义不大,甚至有可能使企业利益受损。如果通过外部投资能够获得更高的收益,就不能因为股份回购机会而占用企业的现金流,过高的机会成本相当于降低企业的利益回报。2012年,受国际经济下滑,我国经济增速下降,部分行业用钢量负增长,市场需求萎缩,产能过大,钢价大跌,使钢铁行业陷入极度困难,这个时候如果大幅度扩大投资是不明智的,因此宝钢股份将资金用于股票回购。

对于一个上市公司决策者来说,实施股份回购前综合考虑上述条件是非常必要的。对于宝钢股份而言以上若干条件都已满足。

3. 影响

(1) 股份回购与财务状况。

股份回购的操作理念就是,首先将市面上流通的普通股购入,然后作为库藏股,或者注销,以达到减少股份基数的目的,所以流通股减少,库藏股增加是股份回购起初的会计影响。即,借:库存股;贷:银行存款。而宝钢此次的回购方案中包括了在回购之后对股份进行注销的计划,所以紧接着的会计处理即,借:股本;贷:库存股。

从这里观察,资本市场上的股份回购,一般情况下会因注销导致所有者权益会相应减少,并且因为花费资本回购,资产亦会等值减少,而这将会让负债的比重增加。

2011年,钢铁行业与高产量对应的是高成本和低效益的运行态势。铁矿石、废钢和焦炭等主要原材料价格显著攀升,钢材需求大幅减少。面对错综复杂的经济形势和市场环境,宝钢集团生产经营情况总体良好。2011年销售商品坯材2 580.3万吨,实现营业总收入2 228.60亿元,同比增长了10.1%;2011年利润总额为92.6亿元,实现归属于上市公司股东的净利润73.6亿元,继续保持国内同行业最优经营业绩。与公司2010年经营计划相比,公司营业总收入和营业成本均完成年度计划的102.3%。

2012年1—6月,面对钢铁行业微利时代的困难和挑战,宝钢集团坚守差异化竞争战略,围绕产品经营、成本改善、管理体系能力提升开展各项重点工作,促进产品结构优化和管理体系能力提升,实现成本持续改善。上半年,公司销售商品坯材1 185.5万吨,独有及领先产品销量554.0万吨,实现营业总收入981.0亿元,营业利润27.2亿元,其中包括不锈钢、特钢事业部一季度营业利润亏损7.4亿元。公司营业利润同比下降59.80%,主要是由于市场需求减弱,公司钢铁产品价格下降,产品毛利减少。2012年4月1日,公司出售不锈钢、特钢事业部相关资产,获得收益90.9亿元,上半年实现合并利润总额123.3亿元(见表9-7)。

表9-7 宝钢股份2010年、2011年、2012年中期主要会计数据和财务指标

主要会计数据	2012年6月30日	2011年6月30日	2010年6月30日
总资产	226 280	224 846	211 240
净资产	112 608	104 652	99 471
营业收入	97 901	110 989	97 812
营业利润	2 718	6 760	10 699
利润总额	12 334	6 787	10 835
净利润	9 610	5 079	8 051
经营活动现金流量	9 968	5 407	9 985
每股收益	0.55	0.29	0.46
每股净资产	6.43	5.98	5.68
资产负债率	0.47	0.50	0.50
流动比率	0.99	0.92	0.88
速动比率	0.58	0.40	0.42

注:数据来源于宝钢股份2010、2011、2012年半年度报告。

从表9-7各年度同期数据对比中可以看出,宝钢股份的总资产和净资产都呈增加趋势,说明公司发展稳定。2011年上半年公司实现利润总额同比减少37.36%。受矿石等主要原燃料价格大幅上升影响,钢铁产品毛利率同比下降7.3个百分点,影响公司钢铁主营利润同比下降。2012年公司利润总额同比大幅增加,主要是受益于公司出售不锈钢、特钢事业部相关资产获得收益90.9亿元。公司营业利润同比下降59.80%,主要是由于市

场需求减弱,公司钢铁产品价格下降,产品毛利减少。经营活动现金流量充足,总体经营活动流量良好。从表9-7各年度财务指标对比中可以看出,宝钢股份2012年上半年的每股收益有所提高,即公司获利能力有所提高。每股净资产有所增加,上市公司每股净资产主要由股本、资本公积、盈余公积和未分配利润影响,在前三者固定的情况下,每股净资产增加反映出未分配利润的增加。资产负债率有所下降,体现出企业现金流状况良好。流动比率和速动比率都有所提高,表明企业变现能力增强,短期偿债能力增强。

综合上述分析可以发现宝钢股份在2012年9月份发布回购公告之前,已经为股份回购做好充分的准备。财务状况和各项财务指标都比较乐观(见表9-8)。

表9-8 宝钢股份股票回购前后主要财务指标状况

会计年度	2013/9/30	2013/6/30	2013/3/31	2012/12/31	2012/9/30	2012/6/30
偿债能力						
流动比率	0.79	0.75	0.84	0.84	0.99	0.99
速动比率	0.48	0.45	0.49	0.49	0.62	0.58
现金比率	0.15	0.14	0.12	0.11	0.23	0.22
长期负债比率	0.04	0.02	0.02	0.07	0.09	0.10
资产负债率	0.48	0.48	0.47	0.45	0.47	0.47
产权比率	1.00	1.01	0.96	0.87	0.94	0.95
盈利能力						
净资产收益率	0.04	0.03	0.01	0.09	0.10	0.09
总资产收益率	0.02	0.02	0.01	0.05	0.05	0.04
主营业务利润率	0.05	0.05	0.05	0.02	0.03	0.03
成本费用利润率	0.05	0.06	0.05	0.07	0.10	0.13
营运能力						
应收账款周转率	14.22	9.94	4.71	24.62	16.55	12.59
流动资产周转率	1.91	1.30	0.64	2.57	1.77	1.20
存货周转率	4.34	2.90	1.39	5.35	3.92	2.50
总资产周转率	0.64	0.44	0.21	0.86	0.64	0.43
成长能力						
主营业务增长率	-0.02	-0.02	-0.02	-0.14	-0.13	-0.12
净利润增长率	-0.57	-0.61	0.33	0.41	0.71	0.89
总资产扩张率	0.02	0.00	-0.06	-0.07	-0.04	0.01

注:数据由宝钢股份2012~2013年各季度报表数据整理所得。

① 偿债能力

偿债能力是指一个企业偿还到期债务(包括本息)的能力。通常对一个企业的偿债能力分析包括了短期偿债能力分析和长期偿债能力分析。偿债能力分析包括了短期偿债能力分析和长期偿债能力分析。



对短期偿债能力分析的指标有流动比率、速动比率。对长期偿债能力指标分析的指标有长期负债比率、资产负债率和产权比率。

A. 短期偿债能力

我国钢铁行业的流动比率普遍偏低，宝钢股份回购后流动比率、速动比率和现金比率的指标下降趋势大体相同。从2012年9月到2013年6月，宝钢股份大强度的回购股票，支付总金额五十亿，这在一定程度上影响了宝钢股份的支付能力和变现能力。根据表9-7流动比率从2012年9月30日的0.986降低到2013年6月30日的0.750，速动比率则从0.623降低到0.447，现金比率从0.23降低到0.14。这主要是因为用自有资金进行股票回购，使公司留存现金减少，进而导致速动资产和流动资产的减少。因此，股票回购会影响公司的支付能力和变现能力，使公司短期偿债能力有所降低，面临一定程度的财务风险。回购完成后，2013年9月30日的三季度报可以看出各项指标有所好转。



【拓展知识】

B. 长期偿债能力

根据表9-8从回购前到回购完成，企业的长期偿债能力基本保持稳定。其中长期负债比率逐年下降得益于企业总资产的增加。资产负债率略有上升但基本保持稳定，资产负债率从7.15%提高到8.13%，但资产负债率提高后仍低于行业平均数据（66.57%）。说明企业偿债能力相对稳定。负债比率的小幅合理提高将优化公司资本结构。产权比率略有增长但维持在标准值1.2以下，财务结构相对稳定。以上三个指标在一定程度上说明企业股份回购现金流充足，没有因为回购资金短缺而增加长期债务。



【拓展知识】

② 盈利能力。

盈利能力是用来衡量上市公司获取利润的能力。经营业绩的好坏最终可通过企业的盈利能力来反映。宝钢意图通过增加公司负债，改变其资本结构，充分发挥财务杠杆的效应，从而在经营风险不变的情况下提高公司股东权益报酬率。但净资产收益率在回购开始直至2013年第一季度骤减，分析数据后发现主要原因是2012年9月钢价持续下跌导致净利润的减少。总资产收益率在2012年还能保持平稳增长，是由于资产总额较年初减少167.1亿元，直至2013年第一季度由于净利润的减少出现骤跌。成本费用利润率的下跌也是由于利润的减少造成的。但以上三个指标在回购完成后都有不同程度的回升，说明股份回购在一定程度上改善了公司的获利能力。主营业务利润率在2013年有所提高，主要原因是由于出售不锈钢、特钢事业部相关资产使得管理费用和财务费用有所下降。综合上述分析，由于钢材行业的特殊性导致企业的获利能力下降，但股份回购在一定程度上减缓了下跌趋势，形成积极的财务效应。



【拓展知识】

③ 营运能力。

营运能力是指企业的经营运行能力，即企业运用各项资产来赚取利润的能力。对企业营运能力的分析主要是基于以下几点考虑：首先是掌握企业资产的流动性。当企业的资产处于流动状态时，企业才能获益。也就是说，企业的营运能力越强，那么他的资产的流动性也就越高，企业获得收益的可能性也就越大。而如果企业的资产处于静止状态时，那么作为企业来说也就不可能收益。第二是评价企业资产的利用效益。企业营运能力的实质，就是尽可能少占用资产，并且在少占用资产的前提下，用最短的时间周转资产，产出出尽可能多的产品，实现经营收入的最大化，创造出更多的纯收入。应收账款周转率、流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率这四个指标可以用来检验企业的营运能力。



【拓展知识】

根据表9-8，四个周转率指标在每个会计年度内都呈增长趋势，并且四个指标在2012年末都达到峰值，由此可见股份回购公告的宣布构成利好消息，使得企业的营运能力大大提高。

① 成长性。

企业成长性分析的目的在于观察企业在一定时期内的发展能力。企业成长性分析是对企业偿债能力、

盈利能力、营运能力等静态分析的融合,是对企业投资、筹资、营运、利润分配等重要策略执行效果的综合体现。可以选取主营业务增长率、净利润增长率、总资产增长率等指标对企业股份回购后成长性进行分析。

根据表9-8,总资产增长率和主营业务增长率都有缓慢的提升。但净利润的降幅较大,由于目标企业为钢铁行业,受钢材原料价格和市场需求的影响较大,所以净利润的波动无法避免。



【拓展知识】

(2) 股票回购与股价。

公司财务管理的首要目标是股东财富最大化。而上市公司股东财富的多少受其所持有公司股票的市价决定。股票市价受其内在价值和资本市场诸多因素的影响。由于市场因素具有众多不确定性,故其影响是不可控的。但股票内在价值是上市公司自身价值体现。属上市公司可控范畴。通过实施股票回购,提升公司股票内在价值,进而提升股票市价,可以实现股东财富最大化的目标。2012年8月28日宝钢股份董事会披露股份回购预案后,受此消息影响,公司股票开盘不久后即涨停,随后虽多次打开但收盘仍封住涨停。此后公司分几个阶段实施了股票回购,股价行情总体一路向好,从4.07元(2012年8月27日的收盘价)上涨至4.98元(2013年5月21日收盘价),期间还突破5元(2013年1月15日收盘价),上涨行情明显优于同期大盘,于之前股价一路下滑存在很大反差,股票回购市场的反应是正向积极的。宝钢通过在一定时期内持续在流通市场投入资金,将会扩张交易量数字,使市场回归活跃。作一个简单地计算,50亿元分摊到全年的交易日,将会是每天两千万的成交额,而此前宝钢的股票每天也就是五六千万的交易额,那么将意味着成交额直接被拉升将近40%。实际观察宝钢股份实施回购后的9月21日至10月8日期间,宝钢花费了6亿元的回购额,而此期间宝钢股票的累计成交额约为13.2亿元,也就是说,宝钢的回购额占到了总成交额的近45%。宝钢股份最终选择以股票回购的方式来代替现金股利,对于股东而言,虽没有直接获取现金股利,却在股价上升中获得了替代收益,并且在股价上涨时转让股票所得,还可以享受免征个人所得税的优惠。但需要指出的是50亿元回购计划完成刚满一个月,股价迅速跌回到回购前的低点。2013年6月26日,宝钢股份的收盘价已跌到3.92元,比实施回购前跌去12.3%,比回购方案公布前的收盘价3.93元还低了1分钱,可谓前功尽弃。原因在于2013年业绩的大幅度下滑且对宝钢股份这个超级大盘股来说,公司总股本从1 751 204.808 8万股减少到1 617 172.492 万股,对市场的影响不是很大,仍然还是超级大盘股,并不足以长期支撑其股价;回购对提升每股收益指标的作用也不大,提升每股净资产则沦为画饼。宝钢股份在回购后减少了39.596 8亿元资本公积金,同时耗费了50亿元现金,此消彼长,只是数字游戏,因此股份回购并不是提高企业股价的万能药。想成为投资者认可的有价值的股票,只有稳定和不断提升企业核心业务的业绩,进而促使企业各个事业部门的协同效应最大化,才能通过股份回购的辅助性财务手段,提高股票的流动性以及提高企业市值。反之,在企业核心业务的经营业绩不是很理想的同时,进行股份回购且过度依赖与期望所产生的股价上升的心态,往往会适得其反。有时即使会给企业带来短期的财富效应,长期的效果也不是很明显。



【拓展视频】

(3) 股票回购与公司战略。

研究上市公司的行为,不能仅仅将目光局限在某单一目的,而要联系其公司整体的



运作方向来做出分析判断。宝钢此次回购,其实并非单一的针对证券市场的出击,同样也是其公司发展运作的一次助推。就在宣布回购预案的当天,公司还公布了其《关于拟建设湛江钢铁基地项目的公告》,初步预测方案先期静态投资约400亿元。据宝钢的公告中称,投产湛江的目的在于确立日前在优质碳钢扁平材料市场的领先地位,看重的是广东的汽车和家电用钢的集中市场,湛江这一更加靠近需求市场的项目不仅可以降低物流成本,也可以辐射到东南亚市场。根据市场分析,湛江项目将使宝钢完成计划已久的“双基地”布局、其定位精准,只生产若干品种的,但是却有着巨大的硬性需求量,这是优化产品结构、定位目标市场、控制投入成本的一大举措。湛江项目将被宝钢纳入一体化管理范围,不仅可以沿用已有的生产工艺,还可以降低管理成本,以最短的磨合期走向市场。先是50亿元的回购计划,又是400亿元的湛江项目,这巨大的资金投入从何而来?由于钢铁行业连续经营困难以有时日,虽然宝钢在钢铁行业中状况相对良好,但如此大手笔的支出也很费力。根据宝钢2011年年度报告,2011年年末宝钢的流动资产合计792亿元,这意味着将动用超过一半的流动资产,这几乎不会是一个正常的上市公司所会采纳的办法。资金来源,那便是2012年的一次出售行为。宝钢在当年依靠出售不锈钢和特钢资产获得了450亿元资金,时任宝钢集团公司副总经理马国强表示,投资湛江的资金将从这450亿元中动用200亿元,另外的两百亿通过银行贷款取得。为了保证股份回购和湛江项目的资金需求,宝钢在2012年9月27日进一步发布《关于罗泾区域情况的公告》,宣布因产业结构调整原因,以及罗泾区域经营现金流亏损情况,将暂停生产,以控制亏损面积。综上所述,我们可以看到,宝钢的股份回购,并非是一次单独作战,而是集团战略方向的布棋之一;罗泾停产,是收缩不良资产,止亏止损;变卖特钢与不锈钢,是求尽快变现,为下一步行动筹集资金;回购股份,是改变资产结构,稳定证券市场,以求安心开创事业;最后,开展湛江项目,拓宽市场、改善产品结构,才是一切的目的。如果将变卖与停产理解为“安内”,那股份回购就是“攘外”,而这样一系列的“攘外必先安内”,都是公司运作大局下的一步小棋。宝钢出售其不锈钢和特钢的举动在宝钢整个2012年来看都是一件影响重大的事件。据2012年的年报显示,公司131亿元的利润中,非营业部分占到了95亿元,是去年同期的21倍,这显然得益于转让资产的利得。如果没有此次变卖资产,那么宝钢2012年的利润额将会捉襟见肘。可以说,这次变卖,不仅仅实现了宝钢战略布局的要求,帮助宝钢改善资产结构并稳定资本市场表现,更大程度上还挽救了宝钢的年度报表。

(4) 股票回购与股利支付。

由于实施了股票回购,2013年3月30日,公司发布了《宝山钢铁股份有限公司关于修改公司章程的公告》,对公司章程中相关股利分配条款的修订实施公告。公告称“当年度经审计公司报表(未合并)净利润为正,且累计未分配利润为正,且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展情况时,公司应分派年度现金股利。”并且将现金分红的基数及分配比例做出调整,由2009版公司章程中的“公司每年分派现金股利不低于当年净利润的40%”,调整为“分派的现金股利不低于当年度经审计合并报表归属于母公司净利润的50%”,并明确指出公司在当年度实施股票回购所支付的现金视同现金股利,并且公司可以进行中期利润分配。由于股票回购是现金股利的替代方式。因此按照2012年公司现金股利和股票回购相结合的股利支付方式,现金支出总额为4 194 918 871.73元,相当

于支付现金股利 0.245 0 元/股,股利支付率为 40.83%。同样,结合公司 2013 年已实施的现金回购额 3 083 474 132.00 元,2013 年的现金分红总额为 4 730 646 624.40 元,相当于支付现金股利 0.287 2 元/股,修正后的股利支付率为 82.06%,达到公司上市以来的最高值。

(5) 股票回购与股权结构。

本次股票回购,使母公司宝钢集团的持股比例进一步提高到 79.71%,进一步巩固了既定控制权,其他股东的持股比例降低到 20.29%。本次股票回购后股价的提升引起的财富效应将大部分向大股东转移。

9.3.4 股票回购过程中的风险及应对措施

1. 风险

股份回购存在内幕交易风险,其本质原因在于股份回购是一项“由单边利益体决定的关联着多方利益主体”的行为,即“部分代表全部”。根据信息不对称假说以及委托代理假说,信息主导方很可能利用优势为自己谋利。因为股份回购的实质是一部分股东的股票操作行为,但其效果是被分摊到所有股东身上的。公司的高层、大股东,这些可能提前知晓公司回购计划的主体,他们可以在公司对外发布回购计划之前,低位买入股票,等到公司开始收购的时候,他们当初低价买入的股票就可以说是“有价有市”,甚至他们为了更低的价格买入,还可能通过股票操作或者媒体操纵,提前进一步打压股市价格,这对于证券市场的公平性是极大的损伤、有害中小股东的利益。

维持公司清偿债务的能力,保护债权人的利益,才是资本维持原则的根本目的。当公司购买自己公司的股份,通常动用的是公司的自有资本或资本公积金,造成的实质性后果是减少注册资本,使资本的充实度遭到危及,清偿能力降低,使债权人利益的受到损害。由于我国现行法规对库存股的不兼容,必须对股票进行注销处理,这实质上会压缩公司的资产,降低对债权人的支付灵活性。如果公司从今往后持续经营不良,其资本收益率远远低于借款利率时,公司所负荷的巨大财务风险将持续给债权人造成压力,进而影响债权人的权益,导致其风险失控。

2. 应对措施

为了防范风险,弱化信息不对称因素等可能带来的舞弊行为,因此采取相应的制度措施确保股份回购的信息透明化就显得愈发重要。目前,我国关于股份回购的制度为 2005 年颁布的《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》,对于该行为的一般披露事项展开了说明,要求回购计划方案必须由专门的财务顾问以尽职调查的方式,最终在股东大会上发布其意见报告,且需在证监会的指定刊物登报明示。这可以看作是专项的信息披露的要求。根据办法要求,独立财务顾问报告中应涵盖以下内容:①对公司回购的目的进行必要说明,且论证其行为的必要性,需参考公司价值评估以及证券市场表现;②需要综合分析公司财务指标,对回购的实施资金状况进行分析与调查,并研究回购可能带来的对生产经营以及对债权人的影响,评估其可行性。但是,独立财务顾问(即独立董事)作为公司的受雇者,其独立性水平在我国一直饱受争议。抛开独立性不谈,其专项报告的披露程度也十分有限。以宝钢此次股东大会上发布的《关于以集中竞价交易方式回购股票的独立董



事意见函》，对于回购调查的描述仅仅用了很多概括性的表达。该意见函主要陈述了因为钢铁行业的运营基本面情况，股市低迷，经济大局不稳，导致公司股价破净，因此公司从投资者利益出发，出面止跌，稳定股价；对于回购中最关键的资金状况，也只是简单说明这是公司的自由资金，日常经营不会被拖累的，也不产生财务层面的重大影响。这些叙述没有任何深度，也没有披露更详细的数据以及分析过程，更像是一种走形式的敷衍，因此这种方式的实质性作用显然十分有限。对于直接用于流通市场的方案，应当采取更加独立、更有针对性、更加透明的披露形式：首先，调查的主体应该以第三方机构为主，如评估机构、会计师事务所、咨询公司，尽可能保证其独立性发挥作用。其次，调查方式上，可以采取专项审计或者尽职调查的方式，重点关注资金来源以及管理层异常。因为股份回购需要大量的流动资金作为支持，如果不对流动资金进行确认，那么回购方案很可能是一纸空文，具有纯粹炒作、误导市场的嫌疑。公司有义务对其的目前资金以及未来可流入资金进行说明与解释。另外，管理层的异常动向也应该是重点关注要素，这是为了防止其进行内幕交易或者提前外泄信息的可能。最后，调查的结果应该详尽、公开。投资者需要的是一份详尽的分析报告，而非简单的文字结论。

对于保护公司债权人的权益，《公司法》第一百七十七条规定，“公司需要减少注册资本时，必须编制资产负债表及财产清单。公司应自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保”。上市公司为稳定股价而回购注销股份，显然属于“减少注册资本”事项，可能损害债权人的利益；此时债权人若担心权益可能受损，就有权要求公司清偿债务或提供相应的担保。因此股东大会通过股票回购方案后应立即刊登通知债权人公告，并向全部债权人发出书面通知函，召开债权人会议，若公司债权人要求公司提前清偿债务或提供担保则公司应履行其要求，大股东也应自身资产向债权人提供相应的连带责任保证担保。在债权人会议召开前控股股东宝钢集团已为“08宝钢债”提供了不可撤销的连带责任保证担保，在公司债权人会议上，债权人审议了《关于不要求公司提前清偿债务及提供额外担保的议案》，并获得100%通过。

9.3.5 宝钢股份回购的再思考

1. 股价短期效应难以抗衡产业整体走势

证券市场的阶段性提升难掩宝钢业绩的低迷。根据2012年宝钢年报数据，公司营业收入为191.136亿元，比2011年下降14.1%；基本每股收益为0.6元，表面上比2011年上升11.6%，但是扣除非经常性损益后，仅为0.27元，反倒比2011年指标减少32.1%，这又一次体现了不锈钢和特钢业务的变卖对年报数据的美化作用。而反观股份回购结束后的证券市场，几乎是在回购措施结束的同时，股价应声倒地。2013年5月完成回购案，那时的股价还在4.77左右运动，而紧接着没有回购支撑的6月份，宝钢的股价便随之大降，2013年6月26日，宝钢股份的收盘价已跌到3.92元，比实施回购前下跌12.3%，比回购方案公布前的收盘价3.93元还低了0.01元，可谓前功尽弃。7月份也一直是在4元以下徘徊，从此进入下行通道，很少再达到过宝钢当初最低回购价4.51元，原因在于2013年

业绩的大幅度继续下滑。虽然股票的低迷与中国这段期间证券市场整体的不景气有关系,但如此“后脚接前脚的一病不起”很难让人不与回购的结束联系在一起。所以,市场对宝钢这种做法只是短期效益的质疑不难理解。宝钢股份是超级大盘股,与中小盘股的市场属性存在很大区别。宝钢股份在回购后减少了39.5968亿元资本公积金,同时耗费了50亿元现金,此消彼长,只是数字游戏,因此股份回购并不是提高企业股价的万能药。想成为投资者认可的有价值的股票,只有稳定和不断提升企业核心业务的业绩,进而促使企业各个事业部门的协同效应最大化,才能通过股份回购的辅助性财务手段,提高股票的流动性以及提高企业市值。反之,在企业核心业务的经营业绩不是很理想的同时,进行股份回购且过度依赖与期望所产生的股价上升的心态,往往会适得其反。有时即使会给企业带来短期的财富效应,长期的效果也不是很明显。

2. 股份回购的必要性与主观性

按照宝钢的说法,回购的目的完全是对投资者负责,宝钢股份的50亿元回购计划让投资者感到心中一暖,但是同样的目的也可以采取先进行现金分红,然后再用分红款来进行大股东增持来达到。那么宝钢为什么不采取分红供增持的方式来进行呢?分红与回购两种方式的区别又是什么呢。

总体可以概括为,若采用股份回购,那么:①使用50亿元的现金进行回购进而注销,是对流动资金的巨大拖累;②股份回购将不能产生分红效应;③受限于我国目前法律,库存股将无法被留存,其融资工具的价值不能实现,所以当未来宝钢仍需发行新股时,等于又要经历一次漫长的过程,并且付出高额的中间成本,而这部分成本是对此前的重复,因为注销的那部分股票在当初发行时已经付出过同样的成本。

而若采用现金分红以供增,则:①产生现金分红记录,这通常会被作为再融资时享受优惠的法码;②增持的股票可以再次回归流通市场,在股市稳定的时期可以出手该部分股票,换取流动资金。

经过以上的对比,从代价与效益的对应关系来看,宝钢的股份回购并不比增持经济实惠,那么宝钢究竟是如何权衡的呢?宝钢在设计回购方案时,可能从一开始就打算用其来代替公司股利政策的。根据关于股份回购若干假说中的税务假说,从股东的收益与税负的角度来说,采取通过回购刺激股市的行为来拉升股价,股东们只需要在赚取差价的时候缴纳较低的资本利得税;而若直接派发股利,股东则需要为现金利得支付较高的个人所得税。而宝钢果然也在其回购报告书中声明了“公司分析比较了分红和回购等回馈股东的方式”。

这种为股东利益考虑的行为,表面上看起来是一种“牺牲自我,成全他人”的行为,但其实并不难理解。股份回购是根据宝钢总体发展战略的需要,并且作为老牌国企,蓝筹股的典范,钢铁行业的领头羊,综合考虑宝钢这样几个象征性的身份,以及其公司的和所处行业的现状,可以得出以下几种动机可能。

(1) 维护国有公司及蓝筹股形象。

回购前宝钢股份的净资产是6.43元,但当时的股价一度低达4.07元,股价破净资产幅度高达33.8%。宝钢股份抛出回购计划,是为了维护公司在投资者中的形象,原因则在于钢铁行业受调控影响较深。



所以我们站在证券市场角度考虑的同时,也要顾及其国有企业的行政属性,即对待国有企业行为时,需要去辨别是单纯的市场行为还是傀儡运动。在资金链紧张的钢铁行业,不管实力多么雄厚,能够留出50亿实打实的现金去执行一笔非经营性操作来说,都不会是轻而易举的事。作为一家大型企业,或许这样的举动并非百分之百出于自身本意,因为这虽然又诚意,但却不够经济,甚至有些孤注一掷。花费几十个亿的国有资产花费在这样一个有些“面子工程”嫌疑的项目上,或许有它自己的难处和压力。宝钢相关负责人在面对媒体时也表示,这次回购案是“为了响应管理层号召、回应股东诉求,做负责任的上市公司。”

(2) 信号假说下的自身投资可能。

信号理论认为股份回购行为实际上反映了公司内部判断倾向,典型代表的假说便是企业股价市值低估假说。该假说认为,当企业的流通股在二级市场上被严重低估的情境下,企业便有动机去回购其中一定比例的股票。

动机一:唤起投资者注意力,引导其进一步评估该股票甚至整个企业。这一点可以从宝钢此次回购的规模的巨大以及宣传上的高调来推导出,宝钢在其《回购报告书》中明确指出,该行为是为了“维护广大股东利益,增强投资者信心,维护公司股价”。

发布计划之前,公司的动态市盈率只有1倍,却仍旧得不到市场的关注,这主要是当时市场的主流存在对钢铁行业的“看空”判断,钢铁股根本就是很多人忌讳持有的山芋。观察同期的钢铁板块上的其他成员,普遍出现市盈率低的情形,股价普遍低估每股净资产。证监会对此有过表态,认为股份回购是合法行为,并且政策上鼓励优质企业出面回购,不仅有利于中小投资者的利益,也可以活跃证券市场。

动机二:自信于股票真实价值,投资自身股票。根据美国的一些实证研究,发现很多回购之后的企业,其日后都表现出跨越式的经营效益。这有两点原因,一是企业对自身股票的真实价值更为了解,当认为市面价值远远低于企业自我估计的价值时,企业可能会选择低价买入,当作一种潜在实惠;二是企业了解自身的发展动向,知道未来会发生某些收益,所以提前低价占有一部分自己的股权,进一步扩大未来收益。

而这两点潜在的可能在宝钢身上都可以很好的对应:首先,股价在计划发布前已经处在4.07元的低位,对比当时6.43元的每股净资产,假设以最高承诺的5元买入,也相当于打折扣优惠。面对客观上的良好时机,宝钢有动机在此时进行回购,毕竟0.63的市净率是一个特别划算的买入点。另外,宝钢比任何人都明白自己的未来发展动向,在割掉不良资产、暂停亏损资产、发展优质资产的三步走战略下,宝钢对自身的未来收益保持乐观态度,所以提前买入低价股份,可以进一步确保自身在未来的收益中所占的比重。而且等将来条件成熟,还可以选择再次增发融资。

9.3.6 总结

(1) 宝钢股份自2005年以来的十年内,现金股利是股利支付的唯一形式,除了有股票回购的2012年和2013年,其他年份股利支付率均大于40%,说明其采取的是相对稳定的高股利支付率股利政策。在近年钢铁行业业绩整体下滑的背景下,宝钢股份仍坚持高派现的股利政策,主要原因在于公司现金流充裕,具有持续的分红能力。

(2) 在实施股票回购的年度,市场对于股票回购与现金股利相结合的股利支付方式反

应积极，说明投资者充分意识到社会公众股回购为中小股东带来了更大的获利空间，而对股利支付率的下调并不敏感，但股票回购并没有创造额外的价值，因此长期股价的上升还是需要经营业绩的支撑。

练 习 题

1. 比较股票回购与现金股利的异同。
2. 控股股东增持与股票回购，对于宝钢股份而言哪种方式更好？为什么？

第 10 章

江苏悦达盐城拖拉机制造 公司财务风险预警机制的构建

教学目的

通过对本案例的学习，学生应了解公司财务风险基本知识，了解风险分析、基本类型、应对措施，掌握财务风险预警机制构建基本知识。掌握财务风险与经营风险的区别。

10.1 背景知识

10.1.1 财务风险

财务风险是指公司财务结构不合理、融资不当使公司可能丧失偿债能力而导致投资者预期收益下降的风险。财务风险是企业财务管理过程中必须面对的一个现实问题。财务风险是客观存在的，企业管理者对财务风险只有采取有效措施来降低风险，而不可能完全消除风险。

负债经营是现代企业应有的经营策略，通过负债经营可以弥补自有资金的不足，还可以用借贷资金来实现盈利。股份公司在生产经营中所需的资金一般都来自发行股票和债务两个方面，其中，债务（包括银行贷款、发行企业债券、商业信用）的利息负担是一定的，如果公司资金总量中债务比重大，或是公司的资金利润率低于利息率，就会使股东的可分配盈利减少，股息下降，使股票投资的财务风险增加。例如，当公司的资金利润率为10%，公司相应贷款的利率或发行债券的票面利率为8%时，普通股股东所得权益将高于10%；如果公司的资金利润率低于8%，公司须按8%的利率支付贷款或债券利息，普通股股东的收益就将低于资金利润率。实际上，公司融资产生的财务杠杆作用犹如一把双刃剑，当融资产生的利润大于债息率时，给股东带来的是收益增长的效应；反之，就是收益减少的财务风险。

1. 定义

财务风险的定义有广义和狭义之分。决策理论学家把风险定义为损失的不确定性,这是风险的狭义定义。日本学者龟井利明认为,风险不只是指损失的不确定性。而且还包括盈利的不确定性。这种观点认为风险就是不确定性,它既可能给活动主体带来威胁,也可能带来机会,这就是广义风险的概念。

2. 背景

企业经营,是开拓市场重要,还是风险控制重要?

一般而言,高风险对应高收益、低风险对应低收益,但对于信贷业务,风险和收益却是高度的不对等。银行经营的是一项最特殊的资产—货币的时间价值,如何确保资产安全有效,是每一位客户经理首先要面对的。企业在经营过程中,往往会采取赊销政策来扩大经营业绩,如何控制好经营风险,事前的控制重要还是事后的控制重要?企业的财务报表是一门“商业语言”,向财务报表的使用者提供企业财务状况、经营成果和现金流等财务信息,如何从债权人角度出发,保障债权的安全,是摆在信贷业务人员面前的一道重要课题。

掌握基于信贷风险管理的企业财务分析方法;学会将企业财务分析和宏观经济环境、行业竞争环境分析有机结合;从报表中辨别危险的信号、做出前瞻性的分析;从财务报表中分析债权人的第一还款来源能力;理解粉饰财务报表的目的和方法,挤出财务报表中的水分。

3. 特征

企业财务风险贯穿于生产经营的整个过程中,可将其划分为:筹资风险、投资风险、资金回收风险和收益分配风险四个方面。

(1) 客观性。即风险处处存在,时时存在。也就是说,财务风险不以人的意志为转移,人们无法回避它,也无法消除它,只能通过各种技术手段来应对风险,进而避免风险。

(2) 全面性。即财务风险存在于企业财务管理工作的各个环节,在资金筹集、资金运用、资金积累、分配等财务活动中均会产生财务风险。

(3) 不确定性。即财务风险在一定条件下、一定时期内有可能发生,也有可能不发生。

(4) 收益与损失共存性。即风险与收益成正比,风险越大收益越高,反之风险越低收益也就越低。

4. 成因

企业财务风险产生的原因很多,既有企业外部的原因,也有企业自身的原因,而且不同的财务风险形成的具体原因也不尽相同。企业产生财务风险的一般原因有以下几点。

(1) 企业财务管理宏观环境的复杂性是企业产生财务风险的外部原因。企业财务管理的宏观环境复杂多变,而企业管理系统不能适应复杂多变的宏观环境。财务管理的宏观环境包括经济环境、法律环境、市场环境、社会文化环境、资源环境等因素,这些因素存在



企业之外，但会对企业财务管理产生重大的影响。

(2) 企业财务管理人员对财务风险的客观性认识不足。财务风险是客观存在的，只要有财务活动，就必然存在着财务风险。然而在现实工作中，许多企业的财务管理人员缺乏风险意识。风险意识的淡薄是财务风险产生的重要原因之一。

(3) 财务决策缺乏科学性导致决策失误。财务决策失误会产生财务风险。避免财务决策失误的前提是财务决策的科学化。

(4) 企业内部财务关系不明。企业与内部各部门之间及企业与上级企业之间，在资金管理及使用、利益分配等方面存在权责不明、管理不力的现象，造成资金使用效率低下，资金流失严重，资金的安全性、完整性无法得到保证。这主要存在于一些上市公司的财务关系中，很多集团公司母公司与子公司的财务关系十分混乱，资金使用没有有效的监督与控制。

公司的财务状况由良好发展到恶化是一个逐步渐进的过程，这个过程的相关信息在企业的财务报表中都有或多或少的反映。所以，企业财务危机发生是具有可预见性的；处于企业生命周期不同阶段的企业发展重点不同，所面临的财务风险也不同。通过分析 ST 企业的生命周期阶段，发现处于成长期的企业更容易被实施 ST，说明处于这个时期的企业面临的风险更大。对处于成长期的企业构建专业的财务风险预警模型对企业及其他利益相关者均具有重要的意义。

对企业自身而言，处于成长期的企业由于发展速度很快，发展前景乐观，管理层更容易麻痹大意，或被胜利冲昏头脑，做出不利于企业发展的决策。通过具有针对性的财务风险预警模型，公司可以通过预警指标的变化获得预警信号，预知企业潜在的风险和危机，从而及时调整战略，避免财务危机的发生。

对债权人而言，银行及债权人对企业贷款时，往往根据企业的信用评级决定发放贷款的额度和贷款时限及利率，对于发展速度较快、发展前景较好的企业，银行更容易发放超额的贷款。可是，高速发展的企业也有资金链断裂的风险，如果银行发放贷款的企业陷入财务危机，意味着银行将面临债权无法收回的风险，债权人的利益面临损失。针对成长期的企业专门建立的财务风险预警模型，能帮助银行及债权人及时有效地对企业财务危机进行预测，债权人在做信贷决策时，可以将公司财务状况的预测结果作为重要参考指标，减少不良贷款及坏账的发生，避免损失。

对投资者而言，由于存在高回报率，投资者也偏向于向处于成长期的企业投入资金。若企业陷入财务危机，投资者的损失将更加严重，不仅无法得到期望的投资回报，投资本金也可能无法收回。针对成长期的企业专门建立的财务风险预警模型，投资者可以通过上市公司公布的财务数据提前估计出其未来的发展情况，在发现财务状况恶化的征兆后，迅速采取相应对策，减少因上市公司出现财务危机而造成的损失。

10.1.2 企业财务风险的生成与传导机制



1. 企业财务风险与会计要素及其结构的关系

由对企业财务风险本质及其特征的系统分析可知，企业财务风险是一种微观经济风险，它是企业经营风险的浓缩和集中体现，具体是指企业在特定

【拓展知识】

的客观环境下和特定的期间内,在企业经营运作过程中,由于各种难以或无法预料、控制的企业外部经营环境和内部经营条件等不确定性因素的作用,使得企业资金运动(资金流)的效益降低和连续性中断,进而使得企业的实际经营成果与预计目标发生背离,从而对企业的生存、发展和盈利目标产生负面影响或不利结果的可能性。

从企业理财的角度看,一旦这种负面影响或不利结果产生,将会直接引起企业财务状况的恶化和企业经营成果的降低,进而给企业投资者、债权人、经营者、职工以及政府等企业各类利益主体造成经济利益的损失,即财务损失。所以,为了衡量这种由企业财务风险造成的企业利益主体的财务损失的程度,我们可以从反映企业财务状况和反映企业经营成果的会计要素及其结构之间的变动关系来展开对企业财务风险的分析,即可以从企业一定期间内的资产、权益、负债、收入、费用和利润及其结构的变化情况,与预期的偏差来表征或衡量企业存在的财务风险及其大小。

依据会计基本原理可知,企业一定期间内所有资产的形成不是来自于权益资本的投入,就是来自于负债资本的投入,或者是两者共同作用的结果,即资产=所有者权益+负债,权益资本或负债资本的任何变化都将引起企业资本或资本结构的变动。以企业一定时期形成的资产为基础,通过企业的经营活动可以取得一定的经营收入,同时也会发生一定的经营费用,两者的差额即形成了企业的利润,即利润=收入-费用,收入或费用的任何变化也都将引起企业利润的变化,所以根据企业各类会计要素的这种联动传导关系,基于系统分析的思想,可以得到以企业权益、负债、资产、收入、费用和利润及其结构比例关系为构成要素的企业财务风险表征因素体系(如图10.1所示)。

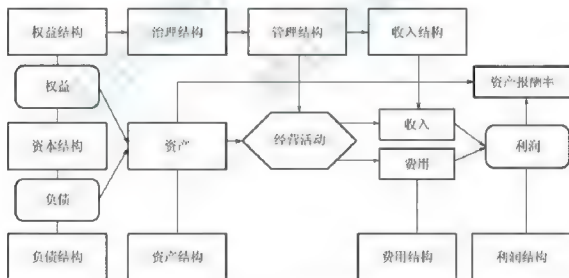


图 10.1 会计要素与财务风险关系

从图10.1中各类会计要素之间的关系可知,不论是反映企业财务状况的资产、负债和所有者权益等会计要素及其结构的不确定性变化,还是反映企业经营成果的收入、费用和利润等会计要素及其结构的不确定性变化,其最终结果都将可能导致企业经营成果与预计目标的背离。结合财务和会计理论知识,可以逐一分析各类会计要素及其结构的不确定性与企业财务风险的关系。

从图10.1中对企业各类会计要素及其结构的不确定性与企业财务风险之间作用关系

的分析可知,通过对企业会计要素及其结构之间联动关系的考察,能够分析企业财务风险生成与传导的途径和过程,并且通过分析影响企业会计要素及其结构变动的所有因素,能够找到企业财务风险的引起因素。

2. 企业财务风险与环境和管理不确定性的关系

由上述分析可知,所有能够导致企业财务风险表征因素即企业会计要素及其结构发生不确定性变化的因素,都将可能成为企业财务风险的引起因素。从系统的观点来看,任何企业都是一个开放的、有人的主观行为参与的经济系统,所以,引起企业财务风险的因素或原因可以分为两大类,即企业系统外部客观环境的不确定性和企业系统内部主观管理决策的不确定性。

(1) 企业外部环境的不确定性。

根据外部环境对企业经营活动和财务风险的影响程度,可以将企业外部环境分为总体环境和产业环境两个层次。在学术文献中研究得较多的企业总体环境的不确定性因素或不稳定性因素,指的是对不同产业的经营都会产生影响的各因素,它主要包括政治、经济、社会、科技以及自然环境等方面的不确定性因素(见表10-1)。

表 10-1 会计要素及其结构的不确定性与企业财务风险的关系

会计要素及其结构	会计要素及其结构的不确定性与企业财务风险的关系
资产与资产结构	资产是企业拥有、占有或者可以控制的、能通过企业经营活动创造收益的经济资源,企业资产的增减必将引起企业收益的不确定性变化;按照资产的流动性和周转快慢可将企业资产分为流动资产和长期资产,两类资产的比例构成了企业的资产结构,企业所属行业不同,其两类资产的合理比例范围不同,所有非合理的资产结构都会降低企业创造收益的能力,收益能力的降低是企业发生财务风险的前兆。
负债与负债结构	负债是企业承担的能以货币计量的、在未来将以资产或劳务偿付的经济责任,负债的增加必将加大企业的偿债风险;按照债务偿还期限的长短可将企业负债分为流动负债和长期负债,两类负债的比例构成了企业的负债结构,通常来讲,企业的资产结构将决定企业两类负债的合理比例范围,所有与企业资产结构小相适应的负债结构都将增加企业的偿债风险。
权益与权益结构	权益是企业投资者对企业净资产的所有权,从数量上等于企业全部资产减去全部负债后的余额,企业权益或净资产是企业偿债的基础,所以企业所有者权益或净资产的减少势必影响企业的偿债能力;按照投资者类型的不同,企业权益可划分为国家股、集体股、法人股、公众股和外资股等,其各自拥有股份的数量结构即构成了企业的权益结构,现代企业理论表明,企业不同的权益结构将决定企业的治理结构,从而影响企业的管理结构和管理效率,进而可能影响企业经营活动创造收益的能力,并增加企业发生财务风险的可能性。

续表

会计要素及其结构	会计要素及其结构的不确定性与企业财务风险的关系
收入与收入结构	收入是企业生产经营与资本经营活动以及其他活动中产生的收益,它表现为一定期间现金的流入、其他资产的增加或负债的清偿,获取收入是企业持续经营的基本前提条件,企业收入的减少将破坏企业的发展能力,进而可能引发企业的生存危机。企业收入结构则是指企业从事生产经营活动取得的收入与从事资本经营活动取得的收入之间的比例关系,在企业特定的资产结构和行业特性条件下,企业收入结构的变动能够反映企业两类经营活动创造收益能力的增减,收入结构的非预期变化将预示着企业发生财务风险的可能性的提高。
费用与费用结构	费用是企业生产经营与资本经营活动以及其他活动中发生的各种耗费,它表现为企业一定期间现金的流出、其他资产的减少或负债的增加,企业开展经营活动必然相应地发生一定的费用,它是企业经营成果的扣除因素,费用增减的不确定性入就会影响企业收益的稳定性;费用中能够予以对象的部分称为制造成本,不能予以对象化的称为期间费用,两者的比例关系构成了企业的费用结构,其变动的不确定性能够反映企业的经营效率,进而影响企业实际经营绩效和发生财务风险的可能性。
利润与利润结构	利润是企业一定期间内各类经营活动的最终财务成果,是收入与费用相抵后的差额,它是反映企业经营成果的最终要素,企业利润的不确定性将直接表现为财务风险。利润结构既可以指利润的形成结构,也可以指利润的分配结构,前者反映了企业各类经营活动获取利润的能力高低情况,后者反映了企业各类利益主体对利润的占有和控制程度,企业利润结构的特征能够表明企业持续经营的动力和约束条件,其结构的不确定性必将影响企业持续发展的能力和增加企业财务风险发生的可能性。

① 政治环境的不确定性。造成政治不确定的因素往往与企业经营所在地的政治权力主体的重要变化密切相关,由于政局变化、战争等因素的不确定性变化,都会给企业带来实际或潜在的机会和威胁。

② 经济环境的不确定性。经济环境是指构成企业生存和发展的社会经济状况及国家经济政策,它主要由社会经济结构、经济发展水平、经济体制和经济政策等要素构成,任何经济要素的不确定性变化都将不可避免地影响企业的经营活动和收益。

③ 社会环境的不确定性。这是指与国家政策或企业经营实务不相一致的社会信念、社会价值、社会心态等引起的社会不确定性,当这些因素在不同群体、不同利益集团间出现越来越大的差距甚至背离时,就会导致社会的不稳定性,进而影响企业正常的经营活动。

④ 科技环境的不确定性。科技环境是指企业所处环境中的科技要素的总和,其主要由科技水平、科技力量、科技体制、科技政策等要素构成,在当今科学技术为第一生产力的知识经济时代背景下,科技要素的不确定性变化对企业经营的影响至关重要。

⑤ 自然环境的不确定性。这是典型的不可抗力因素引起或不可预期的自然环境的不确定性,当这种不确定的自然现象发生时,将会严重影响对自然环境依赖性较强的企业的经营活动,进而造成企业收益的严重损失。

对产业环境的不确定性分析内容通常主要包括产业要素市场的不确定、产业产品市场的不确定和产业竞争的不确定等三个方面。

① 产业要素市场的不确定性。这是指为开展企业经营活动而需购买的投入要素（包括资金、技术、人才等）市场的不确定性。如在要素供应数量有限的情况下，因抢购而导致的要素市场结构和供给价格的变化等，在有高集中度要素卖方垄断的情况下，这种外部市场的不确定性对企业的威胁更大。

② 产业产品市场的不确定性。这是指对产业产出的需求所发生的非预期变化，包括消费者偏好或口味的改变，市场中替代产品的出现，有效互补商品的缺乏，政府对进口政策管制措施的更改，对市场需求的影响等。

③ 产业竞争的不确定性。这是指现实或潜在进入竞争者市场，竞争策略的变化而造成产业市场竞争环境的不确定，或者其他厂商技术、工艺的变革、创新对企业生产经营活动的挑战和威胁，进而影响产业市场竞争内容的不确定性等。

（2）企业内部管理的不确定性。

按照美国著名管理学家哈罗德·孔茨（Harold Koontz）的观点，企业管理包括计划、组织、人员配备、指导和领导以及控制等五项职能，企业各项管理职能的发挥从本质上讲都是企业经营管理者决策行为的结果，由于信息的不充分性和管理者经营能力的有限性，企业各项经营管理决策都具有较大的主观性和不确定性。根据企业管理决策的内容不同，可以将企业内部管理决策存在的不确定具体细分为采购管理决策、生产管理决策、营销管理决策、质量管理决策、技术管理决策、人力组织管理决策、信息管理决策、以及财务管理决策等若干方面（见表10-2），但其核心是企业投资、筹资和收益分配等理财决策的不确定，其他管理决策的不确定都将通过理财决策的不确定而得以体现。因此，分析企业内部管理决策的不确定性，应主要集中于企业理财决策过程存在的不确定性因素，由此展开分析引起企业财务风险的内部决策因素。

表 10-2 企业内部管理的不确定性表现

企业管理内容	不确定性表现
采购管理	采购物资的数量、价格和质量、以及采购方式和途径等方面的不确定
生产管理	生产规模、产品结构、成本控制、生产效率等方面的不确定
营销管理	营销观念、产品定价、销售渠道、促销方式等方面的不确定
技术管理	产品工艺技术的改造、开发与引进以及管理技术与手段的提高等方面的不确定
质量管理	质量政策、质量目标的制定、以及有关质量保证和控制的组织和措施等方面的不确定
人力组织	组织部门、岗位和编制、人员素质和能力、员工业务培训和绩效考核等方面的不确定
信息管理	信息的收信、传递、存储、加工、发布、使用以及信息的安全和保密等方面的不确定
财务管理	筹资决策、项目投资决策、营运资金决策、收益分配决策等方面的不确定

上述由于企业系统外部客观环境不确定引起的企业财务风险,是同类企业共同面临的风险,我们称之为系统风险(Systematic Risk),而将由企业系统内部主观管理决策的不确定引起的企业财务风险称为非系统风险(Unsystematic Risk),两类风险共同构成了企业的总体财务风险。

3. 企业财务风险生成与传导的分析框架

基于以上对企业财务风险表征因素(会计要素及其结构)和风险引起因素(企业外部环境因素和内部管理决策的不确定性)的分析,按照“风险引起因素—企业财务风险—风险表征因素”的因果关系分析流程,根据系统的目标、要素、结构、功能、环境和效应的相互作用关系,构建企业财务风险生成与传导的分析框架,企业财务风险生成与传导的分析框架可知,在企业经营管理过程中,其外部客观环境和内部管理决策客观存在的不确定性,都将可能引起企业会计要素及其结构变动的不确定,其最终结果将可能使得企业实际经营成果与企业预期经营目标产生负偏离,从而导致企业财务风险的发生。企业财务风险管理的目标是为了降低和规避企业的财务风险,为此我们可以依据企业财务风险生成与传导的分析框架,研究各种因素引起企业财务风险的机理和过程,以便有针对性地防范和控制企业财务风险的发生。

10.1.3 财务风险预警模型的结构

财务风险预警模型由企业盈利能力、运营能力、偿债能力和成长能力四个模块构成。盈利能力和偿债能力是公司财务评价的两大基本部分,而运营能力的高低又直接体现了公司的经营管理水平。此外,公司的成长能力尤其值得重视。在具体预警指标的选取方面,考虑到各指标之间既能相互补充,又不重复,尽可能全面综合地反映公司运营状况,故每个预警模块都选取最具代表性的指标,共十一个预警指标。预警模型结构如图10.2所示。

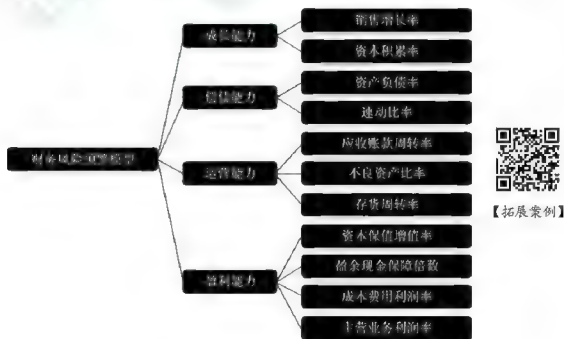


图 10.2 企业财务风险预警指标选择的说明



构建适用的企业经营成果评价指标体系是一项复杂而困难的工作。为了尽可能地提高评价过程和评价结果的科学性,在选择评价指标时应遵循目的性、全面性、独立性、科学性、可行性、可比性、通用性等原则。由于作者本人能力的限制,在本次研究中,将采用财政部统计评价司的《企业绩效评价标准值》中所列指标,现将所选指标做如下说明。

(1) 反映企业盈利能力财务指标的分析 and 选择。

企业生存和发展状况的优劣,归根到底是通过盈利能力即企业资产(资本)收益能力来反映的。企业盈利能力是分析企业经营成果的核心内容,受到投资者、债权人和经营者的广泛关注。企业所有者或投资者关心的是资本能否实现保值,所投资资本能否带来预期的回报(心理预期),或者是不低于银行存款利率的现实回报(理论预期),而债权人关心的是借出资本的安全和利息收入,但债权安全也要以企业良好的业绩作为保障,没有正常的利润回报,企业将无力偿还债务;经营者为了取得所有者和债权人的支持,实现企业的可持续发展更加需要以一定的盈利为基础。

为了比较分析方便,对企业盈利能力的评价通常采用相对指标。企业盈利能力指标主要由企业实现的利润对其形成要素、总资产、净资产以及拥有资本之间的比率构成。国际上较为通用的盈利能力指标主要包括:主营业务利润率、成本费用利润率、资本收益率、每股收益、总资产收益率、净资产收益率、市盈率、市净率等,分析各类指标的内容可知它们所反映信息的重复程度较高,按照指标选取的独立性和全面性原则,本文参照财政部统计评价司的《企业绩效评价标准值》(以下各类代表性财务指标的选择也都参照了此书观点),重点选取如下指标作为综合反映企业盈利能力的衡量指标(见表11-3)。

表 11-3 主要盈利能力财务指标

财务指标及其计算公式	分析说明
$\text{主营业务利润率} = \frac{\text{主营利润}}{\text{主营收入}}$	^{1,2} 衡量企业主营业务的盈利水平,该指标值的大小和变动反映了企业经营主业的能力和主营业务市场存在风险的程度
$\text{成本费用利润率} = \frac{\text{利润总额}}{\text{成本费用总额}}$	衡量企业每投入1元成本所形成利润的能力,该指标值的降低表明企业竞争能力的下降和产品市场风险的增大
$\text{盈余现金保障倍数} = \frac{\text{经营现金净流量}}{\text{净利润}}$	反映了企业当期净利润中现金收益的保障程度,该指标越高说明企业盈余质量越好企业长远发展能力越强
$\text{资本保值增值率} = \frac{\text{年末所有者权益}}{\text{年初所有者权益}}$	该指标越高,表明企业的资本保全状况越好,所有者的权益增长越快,债权人的债务越有保障,企业发展后劲越强

(2) 反映企业运营能力财务指标的分析 and 选择。

资产运营状况是反映企业现有资产管理水平和使用效率的重要内容。企业加强资产运

营能力的主要目的是加快资产的周转速度,谋求等量资产创造更多的收益。资产利用率的提高在一定程度上等于资产的节约和资产的增加。资产运营状况不但从一个方面反映了企业的盈利能力,而且也间接地反映了企业基础管理、经营策略、市场营销等诸多因素的影响。

按照企业资产的类型进行划分,反映企业运营能力的财务指标通常包括总资产周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、存货周转率、应收账款周转率、不良资产比率、资产损失比率等,鉴于各类资产比率之间的高度相关性,本文根据指标选取的独立性原则和能够反映企业财务风险的程度,主要选取应收账款周转率、存货周转率和不良资产比率指标作为反映企业运营能力的衡量指标(见表10-4)。

表10-4 主要营运能力指标

财务指标及其计算公式	分析说明
应收账款周转率 = 主营业务收入 / 平均应收账款	反映企业应收账款的变现能力和管理效率,该指标值越大说明应收账款的回收越快,变现能力越强,短期偿债能力也就越强,否则将加大企业资金回收风险
存货周转率 = 主营业务成本 / 平均存货	反映企业存货的变现能力和管理效率,一般地该值越高,资产流动性越强,变现能力越强,偿债能力也就越强,存货管理水平也就越高。但该值过大则有可能是存货短缺的结果,从而影响企业生产与销售,机会损失加大
不良资产率 = 年末不良资产总额 / 年末资产总额	该指标越高,表明企业沉积下来、不能正常参加经营运转的资金越多,资金利用率越差,该指标越小越好,0是最优水平

(3) 反映企业偿债能力财务指标的分析和选择。

企业偿还短期债务和长期债务的能力强弱,是企业经济实力和财务状况的重要体现,是衡量企业是否稳健经营和存在财务风险程度的重要尺度。评价企业偿债能力可以衡量企业利用财务杠杆的水平,促使企业合理负债经营,保持适度的资产负债结构。能够反映企业偿债能力的财务指标主要包括流动比率、速动比率、现金比率、资产负债率、利息保障倍数、权益比率等,各项偿债能力指标从不同的角度反映了企业存在财务风险的程度,在综合考虑各项偿债能力指标相关性和独立性的基础上,本文主要选择了资产负债率和速动比率指标(表10-5)。

表10-5 反映企业偿债能力的代表性财务指标

财务指标及其计算公式	分析说明
速动比率 = 速动资产 / 流动负债	衡量流动资产中可以立即用于偿还流动负债的能力,较之流动比率更能反映偿债能力
资产负债率 = 负债总额 / 资产总额	衡量企业在正常经营状态下用全部资产偿还债务的能力,债权人和股东对该值的取向持相反态度

(4) 反映企业成长能力财务指标的分析和选择。

企业成长能力是企业通过自身的生产经营活动,不断扩大积累而形成的发展潜能。企业成长能力的高低能够反映企业盈利能力和运营能力变化的程度,该类指标通常作为企业

相关利益主体考核企业盈利性和周转性的辅助指标。企业成长能力的下降必然会引起企业预期获利能力和运营能力的降低,从而可能增加企业财务风险发生的可能性。

企业成长能力指标反映企业资产规模或收益的扩张情况,通常由一系列增长率指标来体现,主要包括主营收入增长率、资本积累率、主营利润增长率及净利润增长率等。通过对各项指标的分析可知,主营收入增长率和资本积累率能够综合反映企业收益规模的扩张情况,并能够包含主营利润增长率所反映的企业扩张信息。所以,本文根据指标选取的代表性原则以及指标所可能包含的不确定信息的大小,主要选取销售增长率、资本积累率两个指标作为反映企业成长能力的衡量指标(见表10-6)。

表10-6 反映企业成长能力的代表性财务指标

财务指标及其计算公式	分析说明
销售(营业)增长率 本年销售增长额/上年销售增长额	该比率是评价企业成长状况和发展能力的重要指标,指标值越高,表明企业增长速度越快,市场前景越好。
资本积累率 = 本年所有者权益增长额 / 年初所有者权益	反映了投资者投入企业资本的保全性和增长性,该指标越高,表明企业的资本积累越多,企业资本保全性越强,应付风险、持续发展的能力越大,该指标如为负值,表示企业资本受到侵蚀。

10.1.4 应对策略

(1) 建立财务预警分析指标体系,防范财务风险产生财务危机的根本原因是财务风险处理不当,因此,防范财务风险,建立和完善财务预警系统尤为重要。

(2) 建立短期财务预警系统,编制现金流量预算。由于企业理财的对象是现金及其流动性,就短期而言,企业能否维持下去,并不完全取决于是否盈利,而取决于是否有足够现金用于各种支出。

(3) 确立财务分析指标体系,建立长期财务预警系统。对企业而言,在建立短期财务预警系统的同时,还要建立长期财务预警系统。其中获利能力、偿债能力、经济效率、发展潜力指标最具有代表性。反映资产获利能力的有总资产报酬率、成本费用利润率等指标;反映偿债能力的有流动比率和资产负债率等指标;经济效率高直接体现企业经营管理水平,反映资产运营指标有应收账款周转率以及产销平衡率;反映企业发展潜力的有销售增长率和资本保值增值率。

(4) 树立风险意识,健全内控程序,降低或有负债的潜在风险。如订立担保合同前应严格审查被担保企业的资信状况;订立担保合同时适当运用反担保和保证责任的免责条款;订立合同后应跟踪审查被担保企业的偿债能力,减少直接风险损失。

(5) 科学地进行投资决策。



10.1.5 风险应对措施

企业财务风险是客观存在的,因此安全消除财务风险是不可能的,也是不现实的。对于企业财务风险,只能采取尽可能的措施,将其影响降低到最低的程度。

【拓展知识】

1. 投资风险措施

当企业的经营业务发生资金不足的困难时,可以采取发行股票、发行债券或银行借款等方式来筹集所需资本。从风险防范的角度来看,投资风险主要应该通过控制投资期限、投资品种来降低。一般来说,投资期越长,风险就大,因此企业应该尽量选择短期投资。而在进行证券投资的时候,应该采取分散投资的策略,选择若干种股票组成投资组合,通过组合中风险的相互抵消来降低风险。在对股票投资进行风险分析中,可以采用 β 系数的分析方法或资本资产定价模型来确定不同证券组合的风险。 β 系数小于1,说明它的风险小于整个市场的平均风险,因而是风险较小的投资对象。

2. 汇率风险措施

(1) 选择恰当合同货币。在有关对外贸易和借贷等经济交易中,选择何种货币作为计价货币直接关系到交易主体是否将承担汇率风险。为了避免汇率风险,企业应该争取使用本国货币作为合同货币,在出品、资本输出时使用硬通货,而在进口、资本输入时使用软通货。同时在合同中加列保值条款等措施。

(2) 通过在金融市场进行保值操作。主要方法有现汇交易、期货交易、期汇交易、期权交易、借款与投资、利率—货币互换、外币票据贴现等。

(3) 对于经济主体在资产负债表会计处理过程中产生的折算风险,一般是实行资产负债表保值来化解。这种方法要求在资产负债表上以各种功能货币表示的受险资产与受险负债的数额相等,从而使其折算风险头寸为零,只有这样,汇率变动才不致带来折算上的损失。

(4) 经营多样化。即在国际范围内分散其销售、生产地及原材料来源地,通过国际经营的多样化,当汇率出现变化时,管理部门可以通过比较不同地区生产、销售和成本的变化趋利避害,增加在汇率变化有利的分支机构的生产,而减少汇率变化不利的分支机构的生产。

(5) 财务多样化。即在多个金融市场以多种货币寻求资金的来源和资金去向,实行筹资多样化和投资多样化,这样在有的外币贬值、有的外币升值的情况下,公司就可以使绝大部分的外汇风险相互抵消,从而达到防范风险的目的。

3. 流动性风险应对措施

企业的流动性较强的资产主要包括现金、存货、应收账款等项目。防范流动性风险的目的是在保持资产流财务风险动性的前提下,实现利益的最大化。因此应该确定最优的现金持有量、最佳的库存量以及加快应收账款的回收等。持有现金有一个时间成本的问题,手中持有现金过多,显然会由于较高的资金占用而失去其他的获利机会,而持有现金太少,又会面临资金不能满足流动性需要的风险。因此企业应该确定一个最优的现金持有量,从而在防范流动性风险的前提下实现利益的最大化。

4. 经营风险应对措施

在其他因素不变的情况下,市场对企业产品的需求越稳定,企业未来的经营收益就越确定,经营风险也就越小。因此企业在确定生产何种产品时,应先对产品市场做好调研,要生产适销对路的产品,销售价格是产品销售收入的决定因素之一,销售价格越稳定,销售收入就越稳定。



10.1.6 基本类型

1. 筹资风险

筹资风险指的是由于资金供需市场、宏观经济环境的变化,企业筹集资金给财务成果带来的不确定财务风险性。筹资风险主要包括利率风险、再融资风险、财务杠杆效应、汇率风险、购买力风险等。利率风险是指由于金融市场金融资产的波动而导致筹资成本的变动;再融资风险是指由于金融市场上金融工具品种、融资方式的变动,导致企业再次融资产生不确定性,或企业本身筹资结构的不合理导致再融资产生困难;财务杠杆效应是指由于企业使用杠杆融资给利益相关者的利益带来不确定性;汇率风险是指由于汇率变动引起的企业外汇业务成果的不确定性;购买力风险是指由于币值的变动给筹资带来的影响。

2. 投资风险

投资风险指企业投入一定资金后,因市场需求变化而影响最终收益与预期收益偏离的风险。企业对外投资主要有直接投资和证券投资两种形式。根据《公司法》的规定,股东拥有企业股权的25%以上应该视为直接投资。证券投资主要有股票投资和债券投资两种形式。股票投资是风险共担,利益共享的投资形式;债券投资与被投资企业的财务活动没有直接关系,只是定期收取固定的利息,所面临的是被投资者无力偿还债务的风险。投资风险主要包括利率风险、再投资风险、汇率风险、通货膨胀风险、金融衍生工具风险、道德风险、违约风险等。

3. 经营风险

经营风险又称营业风险,是指在企业的生产经营过程中,供、产、销各个环节不确定性因素的影响所导致企业资金运动的迟滞,产生企业价值的变动。经营风险主要包括采购风险、生产风险、存货变现风险、应收账款变现风险等。采购风险是指由于原材料市场供应商的变动而产生的供应不足的可能,以及由于信用条件与付款方式的变动而导致实际付款期限与平均付款期的偏离;生产风险是指由于信息、能源、技术及人员的变动而导致生产工艺流程的变化,以及由于库存不足所导致的停工待料或销售迟滞的可能;存货变现风险是指由于产品市场变动而导致产品销售受阻的可能;应收账款变现风险是指由于赊销业务过多导致应收账款管理成本增大的可能性,以及由于赊销政策的改变导致实际回收期与预期回收的偏离等。

4. 存货管理风险

企业保持一定量的存货对于其进行正常生产来说是至关重要的,但如何确定最优库存量是一个比较棘手的问题,存货太多会导致产品积压,占用企业资金,风险较高;存货太少又可能导致原料供应不及时,影响企业的正常生产,严重时可能造成对客户的违约,影响企业的信誉。

5. 流动性风险

流动性风险是指企业资产不能正常和确定性地转移现金或企业债务和付现责任不能正常履行的可能性。从这个意义上来说,可以把企业的流动性风险从企业的变现力和偿付能

力两方面分析与评价。由于企业支付能力和偿债能力发生的问题,称为现金不足及现金不能清偿风险。由于企业资产不能确定性地转移为现金而发生的问题则称为变现力风险。

10.1.7 上市公司财务风险

上市公司财务风险主要表现为:

(1) 无力偿还债务风险。由于负债经营以定期付息、到期还本为前提,如果公司用负债进行的投资不能按期收回并取得预期收益,公司必将面临无力偿还债务的风险,其结果不仅导致公司资金紧张,也会影响公司信誉程度,甚至还可能因不能支付而遭受灭顶之灾。

(2) 利率变动风险。公司在负债期间,由于通货膨胀等的影响,贷款利率发生增长变化,利率的增长必然增加公司的资金成本,从而抵减了预期收益。

(3) 再筹资风险。由于负债经营使公司负债比率加大,相应地对债权人的债权保证程度降低,这在很大程度上限制了公司从其他渠道增加负债筹资的能力。

10.2 案例资料

10.2.1 江苏悦达盐城拖拉机制造公司概况

江苏悦达盐城拖拉机制造公司始建于1959年,是国家定点生产小型拖拉机的骨干企业,至今已有三十多年的拖拉机专业生产历史,是我国拖拉机的大型骨干生产企业。公司主要生产轮拖,年产3万台轮拖,现有流水生产线16条,主要生产、检测设备380台(其中加工中心12台)。

10.2.2 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的主要财务指标

从2006—2008年财务报表主要数据可以看出(见表10-7),公司的资产规模由2006年的745 466 539.84元增加到至2008年的1 282 663 357.24元,生产规模扩大了72 070台;同时由于扩大经营,企业的负债也急速增长,负债从2006年的647 102 276.22元激增至2008年的1 093 860 907.60元;所有者权益2006年为81 351 044.70元(其中股本为80 000 000元),2008年188 802 449.64元(其中股本为196 000 000元),股东增加了投入;主营业务收入持续上升,但净利润却逐年下降,至2008年已经亏损38 906 425.71元。

表 10-7 悦达盐城拖拉机制造公司主要财务指标

(单位:元)

财务指标	2006年	2007年	2008年
资产	745 466 539.84	938 595 141.46	1 282 663 357.24
负债	653 573 298.98	710 886 266.11	1 093 860 907.60
所有者权益	84 351 044.70	227 708 875.35	188 802 449.64
主营业务收入	700 982 439.38	809 069 138.83	831 148 217.36
净利润	1 654 935.29	66 584.49	-38 906 425.71



10.2.3 江苏悦达盐城拖拉机制造公司面临的机遇和挑战

1. 江苏悦达盐城拖拉机制造公司面临的机遇

(1) 国家各项扶持政策的拉动。由于我国人口众多,人口总数还在逐年增长,同时国家城镇化建设加大了土地的需求,土地资源和水资源短缺,不断增长的人口带来的产品需求与土地使用效率不高的矛盾,导致了农产品的需求不断增长与供给能力不高的矛盾愈加突出。国家不断出台农业扶持政策,通过减免相关税费和出台相关补贴政策,加快农业机械化进程,以提高生产率解决粮食供需紧张的困境。国家的政策扶持,减少了农业生产的各项农本支出,同时提高了农民的收入,极大地提高了农民种粮的积极性,使得农民加大农业生产的投入愿意不断增强,在一定程度上推高了农机的需求;国家各项扶持政策,在一定程度上改善了农机行业的生存环境,为农机市场的良性发展提供了产业条件;随着各项支农惠农政策的不断深入实施,以及《农业机械化促进法》的出台实施,农机销售有了法律的保障,生产经营的资金短缺有了一定程度上的缓解,农机的质量和安全保障有了大幅度的提高,为农民服务的市场机制已经逐步建立起来,农机市场已经逐步走向繁荣。

(2) 社会化农机服务的拉动。如在农忙季节,跨区农机作业增加了农机作业的收入,从而提高了潜在农机购买者投资热情,拉动了农机市场需求;农机服务覆盖领域的不断扩大,改善了农机的作业环境,使得农机成为农机持有者发家致富的一种重要手段,拉动了大中拖及其配套农机具市场。

(3) 国家农机的购机补贴的补贴力度不断加大和补贴范围的不断扩大,对农机购买者和农机生产者的利好不但扩大,拉动了农机市场的繁荣,大中拖的市场前景看好。

(4) 随着工业化进程及小城镇建设进程的加快,农村劳动力不断转移,农业生产劳动力不断减少,给农业机械化生产提供了空间,加大了农机生产力的需求,农机市场的经济总量不断扩大,而且这种需求将持续升温。

(5) 拖拉机产业结构转型。全球经济下行、生产资源的约束以及科学技术的不断发展进步,带来了拖拉机行业的生产结构转型的原趋力,使得拖拉机的生产向专业化高端化发展,发动机的驱动力向大马力过度,为拖拉机的生产大马力化提供了驱动力和保障力,给拖拉机生产企业带来了机遇。另一方面,由于生产作业环境的改变对农机需求不断提高,特别是秸秆还田等作业的需要,大中型拖拉机需求增加,这带来了拖拉机生产需求。1—5月份小型拖拉机同比增长2%,并呈逐月下降趋势,表明大中拖更新换代的时期到来了。

(6) 品牌的美誉度不断提高。在愈来愈激烈的市场竞争中,各公司不断提高工艺水平,提供更好质量的商品,同时加大宣传力度树立品牌,各地经销商在进货与铺货上更加青睐品牌产品,消费者的消费选择更加偏向市场反应良好的品牌产品,使得拖拉机的生产与销售的集中度进一步提高。由于30多年来的不断努力和发展,江苏悦达盐城拖拉机制造公司的产品质量不断得到改善,市场占有率不断提高,江苏悦达盐城拖拉机制造公司的市场份额预计将继续占领市场的前三位。

(7) 更加有利发展环境。随着时间的不断推移,《农业机械化促进法》贯彻实施力度不断加大,各部门对农业的扶持力度不断加大,对农机市场的监管更加严格,必将为农机市场的发展提供更加有利的环境。

2. 江苏悦达盐城拖拉机制造公司面临的挑战

(1) 公司的产能和仓储不足。由于厂区是按3万台中小拖规划的,在如今大中拖市场需求扩大的情况下,现有生产能力与市场需求不相配套,同时建厂规划时没有根据公司产品的个体特征来考虑,加大了公司库存商品的仓储压力。

(2) 我国农机经销商的实力不强和农民收入水平不高。农机的产品价格,对经销商的经济实力和经营能力都提出了很高要求,我国农机经销商无论在经济实力上还是在经营水平上都与农机销售的需求有着不小的差距,具体体现在公司的应收账款占公司的销售收入很大比例;同时农民的收入水平比较低,他们的购买实力还是比较弱。这给农机的销售带来了压力,使得一定程度上的产品销售靠赊销,给公司的资金回笼带来了压力。

(3) 补贴政策在很大程度上虽然拉动了市场,但是也使得购机需求集中在大中机型上,同时出于对于补贴时间上的担忧,农民购机欲求在一定程度上被提前激发,这些导致了部分生产和消费资金的集中在少部分机型和购买消费的提前。因市场需求的波动,带来生产结构的不完善以及需求不稳定,给公司的生产销售带来一定的结构性压力。

(4) 是我国部分地区粮食价格呈现小幅振荡或下降,影响到农民购机能力和积极性,会对大中型农机产生小幅影响。粮食的农产品的价格变化,导致农民收入的降低,必然使得农民的购机欲望与购买力降低。

(5) 农机使用成本的增加,对农民收入的影响。由于我国原油市场近年来不断与国际接轨趋同,柴油等农机用油价格波动较大,农机作业用油不断上涨,而国家尚未出台相关补贴政策,种子农药等农资价格因为各种因素上涨,由于钢铁等原材料的价格上涨带来的农机价格上涨,削弱了惠农政策的效果,在一定程度上,对农民的购机、用机的热情产生不利影响。

(6) 国家宏观政策的影响。为了应对金融危机,国家金融上的银根紧缩,在宏观上对贷款的控制,对于农户的购机贷款也产生了很多的不利影响,在一定程度上削弱了农户的购买力。

(7) 市场的激烈竞争,产品需求变化。为了更好的满足市场需求,应对越来越激烈的竞争,各生产企业应对需求变化进行了产品结构的调整,提高产品的质量,更多的市场份额完善售后服务提高本公司的产品的市场美誉度;改进生产工艺同时为了获得各生产企业不断扩大产能。这些都在一定程度上增加了公司的投入和资金需求上的压力。例如:公司2005年销售75马力以上产品3005台,而2006年仅销售1990台,2006年10月份行业资料显示福田2006年75马力以上的销售量为22330台,中国一拖75马力以上的销售量为21088台,数据表明公司在大拖上还处于起步状态。

10.2.4 江苏悦达盐城拖拉机制造公司目前财务管理现状

在建立预警体系之前,有必要对江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务状况进行分析。为了了解江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务现状,本文依据江苏悦达盐城拖拉机制造公司2008年度基本财务情况及2006—2008年的年报资料分析了江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务状况,以期找出财务风险的征兆,并对其成因进行剖析。

10.3 案例分析

10.3.1 从资产负债表分析江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务现状

(1) 江苏悦达盐城拖拉机制造公司资产结构与资本结构适应程度的分析。

作为机械设备制造企业,公司深受行业性质影响,其融资方式及融资能力都极具行业特色,同时由于地域政策,公司的投资方式也有自己的特色。这些在公司的资本结构和资产结构上都显性的或者隐性地表现出来。根据江苏悦达盐城拖拉机制造公司的2006—2008年度的资产负债表,可以得到表10-8,从中我们可以看到,江苏盐城机械制造公司的流动资产的资金需求全部由流动负债来提供,而且非流动资产的部分需求资金来源流动负债。江苏悦达盐城拖拉机制造公司的资产资本结构上,由于非流动资产流动性与流动负债的流动性不一致,通过变现非流动资产来偿还短期内到期债务必然给公司带来巨大的损失。一旦有意想不到的事件发生或者市场变化发生,公司潜在的偿债能力风险或将爆发,导致公司资金周转不灵从而陷入财务困境,造成企业因不能偿还短期债务而破产。同时我们从表也看到该公司的资产负债率一直大于行业的平均值,一方面,公司的资产负债率高,财务风险相对较高,可能因现金流不足导致资金链断裂,无法偿还到期债务,从而导致企业破产的可能性提高;另一方面,资产负债率高,会增加公司进一步融资的难度。因为资产负债率备受银行和投资者的关注。

表 10-8 资产负债组成情况

项 目	结 构		
	2006 年	2007 年	2008 年
流动资产	0.68	0.71	0.67
非流动资产	0.32	0.29	0.33
资产	1	1	1
流动负债	0.88	0.68	0.72
非流动负债		0.68	0.13
所有者权益	0.12	0.24	0.15
负债和权益合计	1	1	1

(2) 货币资金包括现金、银行存款和其他货币资金,其流动性最强但获利能力最低,但却是生产经营必不可少的资产。通过对江苏悦达盐城拖拉机制造公司的资产负债表中我们得到表10-9。

表 10-9 货币性项目

项 目	2006	2007	2008
货币资金存量	193 522 639.30	275 100 238.88	492 907 308.61
货币资金的比重	0.26	0.29	0.38
经营活动产生的现金流量	-182 937 537.83	-91 719 001.63	161 069 882.38

根据表 10-9 可以对江苏悦达盐城拖拉机制造公司的货币资金存量规模、比重及变动情况做如下分析评价:从存量规模上看该公司的货币资金存量有不断增加趋势,这在一定程度上得益于经营活动产生的现金流量的改善,以及营业收入的增长;货币资金比重不断上升,且上升幅度不断变大,公司应该注意分析控制;办理银行承兑汇票抵押资产金额占货币资金的比重过高,2008 年达 9 061 070 元,从侧面反映公司的融资渠道不是太通畅,银行信誉过低。

(3) 应收账款是由于企业在销售过程中提供商业信用产生的,它占用了企业一定的资金,适当的商业信用往往可以通过企业销售业绩的增长而得到补偿。江苏悦达盐城拖拉机制造公司的 2006—2008 年度的应收账款及不同账龄的应收账款比率见表 10-10。

表 10-10 应收账款情况

(单位:元)

项 目	2006	2007	2008
应收账款	87 539 884.07	154 722 439.39	103 576 848.11
应收账款增长率	1	0.77	0.18
主要业务收入	700 982 439.38	809 069 138.83	83 148 217.36
主要业务增长率	1	0.15	0.19

从表 10-10 可以看出江苏悦达盐城拖拉机制造公司的应收账款与主营业务收入增长变动情况,可以看出,该公司的商业信用政策在 2006—2008 年有一定的波动。

应收账款前五名单位 2006—2008 年度欠款合计分别占应收账款总额的 27.2%、23.18%、16.91%,同时据表 10-11 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的超过 5 年以上账龄应收账款的比例,反应应收账款质量不是太高,存在长期挂账且难以收回的账款。存在着变现风险。

表 10-11

项 目	2008 比例%	2007 比例%	2006 比例%
1 年以内	80.85%	87.62%	85.60%
1—2 年	2.81%	1.73%	2.32%
2—3 年	0.70%	0.24%	0.00%
3—4 年	0.26%	0.00%	0.11%
4—5 年	0.01%	0.02%	11.97%
5 年以上	15.38%	10.38%	

根据表 10-12 可知,2006—2008 年存货与主营业务成本的增长变动趋势如下图所示。从图中可以看出,江苏悦达盐城拖拉机制造公司的存货资产实物量的变化与存货净值变化差异是由于存货跌价准备引起的,对于生产经营活动产生的影响不会太大;另与 2006 年相比 2008 年库存商品增加了 5.6%,高于公司销售收入的增长速度,库存材料 2007 年的变化大于存货的变化。2006—2008 年,存货的总量变动比较平稳,在存货中的库存商品,以 2006 年的存量为基数,2007 年、2008 年分别增加了 28%、56%。表现为库存商品占存货比重不断上升,种种迹象表明库存材料在保证生产经营的连续性,有待分析,同时库存

商品有积压的迹象,有待于进一步分析。

表 10-12 存货指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
存货	140 284 132.75	119 632 679.17	139 722 400.99
存货跌价准备	1 410 228.73	1 410 228.73	1 454 844.98
存货净额	138 873 904.02	118 222 450.44	138 267 556.01
主营业务成本	603 502 618.63	70 455 742.53	776 530 436.86

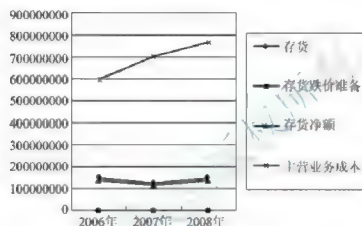


图 10-3 存货及相关指标图

(4) 固定资产是企业最重要的劳动手段,对企业的盈利能力有重大影响。根据表 10-13 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务报表提供的数据可以看出 2006—2008 年度固定资产增减变化情况。

表 10-13 固定资产情况

(单位:元)

	2006 年	2007 年	2008 年
固定资产原值	147 506 926.55	150 164 704.82	355 043 857.05
累计折旧	44 710 073.15	52 323 977.87	59 871 364.37
固定资产净值	102 796 853.40	97 840 726.95	295 172 492.69
固定资产减值准备	160 581.85	159 900.16	143 017.36
固定资产净额	102 636 271.55	97 680 826.79	295 029 475.32
在建工程	100 256 550.42	52 195 261.63	1 328 744.97
在建工程减值准备	858 882.30	858 882.30	858 882.30
在建工程净额	99 397 668.13	51 336 379.33	469 862.68

2006—2008 年,随着在建的大型拖拉机生产基地的完工及厂内改造升级的陆续完成,固定资产的规模不断增加,增强了公司的生产能力,同时增加了企业的资金需求缺口,一定程度上扩大了企业的风险。

10.3.2 从利润表来看江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务状况

利润表是反映企业在一定期间内产生经营成果的一种会计报表。利润表为我们了解江苏悦达盐城拖拉机制造公司财务状况提供有用的信息。这些信息反映了企业的财务成果、盈利能力、企业营业收入、成本费用状况以及经营业绩结构。通过对利润表的剖析我们可以从企业的不同角度更好的了解江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务状况。2006 年度的营业利润 4 046 351.46 元, 2007 年度营业利润 2 611 985.60 元, 2008 年营业利润 43 844 645.44 元, 我们可以看出江苏悦达盐城拖拉机制造公司的营业利润逐年下降。为了更好的分析该公司的获利能力我们对公司的成本费用分析见表 10-14。

表 10-14 成本费用情况

(单位: 元)

项 目	2006	2007	增长率	2008	增长率
营业收入	700 982 439.38	809 069 138.83	15%	831 148 217.36	19%
主营业务成本	603 502 618.63	704 755 742.53	17%	776 530 436.86	29%
销售费用	52 646 984.35	53 056 575.68	1%	40 741 119.94	-0.23%
管理费用	40 311 522.88	32 324 837.95	-20%	43 513 867.31	8%
财务费用	5 568 539.35	10 473 011.16	88%	13 461 537.79	142%

江苏悦达盐城拖拉机制造公司的主营业务成本和财务费用增长速度大大高于营业收入的增长速度, 而由于钢材市场价格的上涨及工资逐年上涨, 由于公司的转型升级需要大量的发展资金导致公司的借款增多, 同时银行贷款的利率不断上调使得财务费用较去年同期有了大幅度增加。这些都摊薄了江苏悦达盐城拖拉机制造公司的利润, 导致江苏悦达盐城拖拉机制造公司的获利能力的变弱。

10.3.3 从现金流量表来看江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务状况

现金流量表是以收付实现制为基础编制的, 反映企业一定会计期间内现金及现金等价物流入和流出信息的一张动态报表。以收付实现制为基础编制的现金流量表, 被人们比作是“利润的测谎仪”。2006—2008 年江苏悦达盐城拖拉机制造公司净利润的含金量高低情况见表 10-15。

表 10-15 利润情况

会 计 期 间	净 利 润	经营活动产生的 现金流量净额	净利润含金量
2006	1 654 935.29	-182 937 537.83	-11 054.06%
2007	66 584.49	-91 719 001.63	-137 748.29%
2008	-38 906 425.71	161 069 882.38	-413.99%

从表 10-15 可以看出, 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的净利润含金量过低, 属于典型的“纸面富贵”, 这种“富贵”往往是难以继的。因为净利润持续高于经营活动



产生的现金流量净额很可能走向两种结果,一销售是真实的,但是没有回收现金,存在现金回收风险;二销售是虚构的,根本不会产生现金。江苏悦达盐城拖拉机制造公司属于第一种情况,本身盈利能力就不佳,现金回收还存在风险,盈利质量更是不断恶化,在2008年终时,入不敷出。现金被誉为企业的血液。只有现金循环周转顺畅,企业才能焕发勃勃生机。经营活动产生现金流量的能力则是企业自身的造血功能,如果企业无法持续产生重组的经营现金流量,需要不断的筹集资金来弥补缺口,必然会遭遇资金链断裂的名誉。

10.3.4 从财务比率上来看江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务状况

选取江苏悦达盐城拖拉机制造公司2006—2008年度财务报表数据,利用比率分析法,对江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务风险状况进行分析。

1. 盈利能力分析

江苏悦达盐城拖拉机制造公司盈利能力风险预警指标值见表10-16,对于江苏盐城机械制造公司的各项单变量指标预警能力分析如下。

净资产收益率是反映资本经营盈利能力的基本指标,是反映盈利能力的核心指标,江苏悦达盐城拖拉机制造公司的净资产收益率一直处于下滑状态,2007年低于行业平均值该指标处于绿色警示预警区,2008年该指标处于行业水平的较低值之下,处于风险预警的黄色预警区。但是由于该指标的变动趋势反映了江苏悦达盐城拖拉机制造公司资本的经营增值获利能力不高而且逐年降低,同时在同行业公司中处于非常靠后的位置,其盈利能力与同行业相比,处于弱势状态。在金融危机的影响下,更要对该指标加以关注。

作为对净资产收益率的补充,盈余现金保障系数这个指标的指标值及其变动情况反映了该公司的净利润中还有着未实现的现金收入,江苏悦达盐城拖拉机制造公司的盈利质量相当低下,若不及时采取措施,可能会导致公司因资金链断裂因此破产。

总资产报酬率指标是反映资产经营盈利能力的指标,该指标说明江苏悦达盐城拖拉机制造公司的资产运行效率。总资产获利能力虽然在同行业的平均值之上,但一直不是太高,到2008年的时候直接进入亏损状态,江苏悦达盐城拖拉机制造公司的总资产报酬率在同行业中不是处于非常靠前的位置,与同行业规模公司相比,不具有优势,营业利润率指标的2006—2008年走向,告诉我们江苏悦达盐城拖拉机制造公司的资产运行效率不高;成本费用利润率指标走向也不是很好,反映了江苏悦达盐城拖拉机制造公司的产品经营获利能力不断下降,到2008年略低于行业的平均水平,公司的盈利能力被进一步削弱了。

成本费用率指标逐年下降,反映了江苏悦达盐城拖拉机制造公司的投入与产出暂时还没成正比,可以看出该公司生产销售单位产品的费用越来越高,资本收益回报率指标走向也不乐观,逐年落后于同行好多。

从盈利能力单变量指标的表现来看,即使除去经济危机的影响,江苏悦达盐城拖拉机制造公司的生产销售盈利能力还是存在一定问题,在同行业中盈利水平不是太靠前的,存在着资金回笼与资金需求上升的矛盾,需要重点防范。

表 10-16 利润质量情况

	净资产 收益率	总资产 报酬率	营业利润率	盈余现金 保障倍数	成本费用 理论率	资本收益率
2006 年	2.03	1.11	13.91	-110.54	0.35	2.00
2007 年	0.04	1.66	12.89	-1 377.48	0.44	0.04
2008 年	-11.81	-2.26	6.57	-4.14	-4.37	-17.66

2. 资产质量风险预警分析

江苏悦达盐城拖拉机制造公司资产质量风险预警指标计算分析见表 10-17, 对于江苏悦达盐城拖拉机制造公司的各项资产质量指标的预警分析如下。

资产周转率指标反映了资产运行效率利用效率, 该指标走势平稳, 一直处于行业平均水平线上, 流动资产占总资产的比例以及流动资产周转率在很大程度上影响总资产周转率, 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的资产周转效率处行业的中游; 公司的流动资产周转率不高, 一直处于行业的中下游。

应收账款周转率指标一直高于行业水平, 由于商品的赊销净额为商业机密, 公司不会对外公布, 所以采用了销售收入来计算, 计算值可能较理论有所提高, 资产现金回收率指标波动太大。

任何一个公司的盈利能力在很大程度上取决于公司的营运资产的利用周转, 考虑到金融危机的影响, 资产运营效率尚可, 一直处于行业的中下, 与公司的市场地位不相符, 削弱了公司的盈利能力。

表 10-17 盈利质量情况

	资产周转率	应收账款周转率	资产现金回收率	流动资产周转率
2006 年	0.97	16.68	-25.30	1.29
2007 年	0.96	6.68	-10.89	1.38
2008 年	0.73	6.44	14.16	1.09

3. 偿债能力分析

江苏悦达盐城拖拉机制造公司偿债能力分析值计算分析如下表 10-18 所示, 资产、盈利能力、现金流量在不同角度和程度上反映的企业偿债能力, 因为资产是偿债的支付保障, 盈利能力是偿债的收益保障, 现金流量是偿债的支付保障。结合上面的几点对于江苏悦达盐城拖拉机制造公司的偿债能力单项指标的预警分析如下。

(1) 资产负债率指标表明公司的资产与负债的对比关系, 在一定程度上体现了企业的偿还能力, 是反映江苏悦达盐城拖拉机制造公司偿债能力的重要指标, 在获得更多的财务杠杆利益同时, 江苏悦达盐城拖拉机制造公司也获得了沉重的债务负担, 进而影响了公司的筹资能力; 比如公司的短期借款都为母公司担保, 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的商业信誉已经耗用干净了。从该公司的资产负债率值跟走势来看, 指标值一直处于 76 以上, 是公司少数几个处于行业前茅的财务指标。这导致了公司的长期偿还压力加大, 公司的筹资难度、筹资渠道都受此影响。

(2) 已获利息倍数是公司偿付债务利息的保证程度指标, 利息支出的真正来源是收入补偿生产经营耗费后的余额, 若其支付能力不足, 公司的再生产就受到影响。该指标越高, 利息支付越有保障, 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的已获利息倍数指标逐年下降, 一直处于同行业平均值之下, 影响了公司的偿债能力。

(3) 速动资产是指几乎可以立刻变现的资产, 是公司偿还流动负债的保证, 该指标可以用来评价流动负债的偿还能力, 分析计算结果显示, 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的速动比率指标走势良好, 虽有金融风暴的影响, 还是一路攀升, 保障了公司的偿债能力。

经营活动现金净流量是公司在会计期间生产活动中产生现金的能力, 是债务偿还的基本资金来源, 2006—2007 年度公司的流量负债比指标远低于 1, 在这段期间公司的生产经营活动产生的现金不足, 须融资或出售资产才能偿还债务, 在一定程度上反映了该公司流动负债偿还能力不足。

从偿债能力指标值及其走势, 可以看出江苏悦达盐城拖拉机制造公司的短期偿债能力尚待进一步分析, 但是长期偿债能力较低, 应动态观察长期偿债能力的变动趋势, 启动预警机制防范危机 (见表 10-18)。

表 10-18 偿债能力情况

	资产负债率	已获利息倍数	速动比率	现金流动负债比
2006 年	89	0.44	56.46	-27.99
2007 年	76	0.33	85.28	14.33
2008 年	85	-2.84	78.50	17.47

4. 增长能力分析

江苏悦达盐城拖拉机制造公司增长能力值计算分析见表 10-19, 对江苏悦达盐城拖拉机制造公司增长能力指标分析如下。

营业增长率指标以收入角度考量公司销售发展的指标。江苏悦达盐城拖拉机制造公司的营业增长率波动较大, 但是一直小于公司资产增长率指标值, 反映了销售收入增长方面不具时效性, 持续发展能力不足。

营业利润增长率是考察公司成长性的指标, 值为正数时, 越大说明企业受益增长越多; 负数时, 说明公司本期营业利润减少, 获利变少。从该指标值及其变动趋势来看江苏悦达盐城拖拉机制造公司的获利越来越少, 不具成长性。

这些都反映了江苏悦达盐城拖拉机制造公司的品牌享誉度有待提高, 应加大市场开拓力度, 提高市场占有率。公司正处在规模扩张期, 而短期内公司并未获得规模扩大的利好。潜在的风险需要加强监测。

表 10-19 增长能力情况

	营业增长率	资本保值增值率	总资产增长率	营业利润增长率
2006 年	9.09	106.75	4.17	112.69
2007 年	15.42	40.36	25.91	7.01
2008 年	2.73	82.91	36.66	-47.65

5. 单变量指标分析结论

根据上面的分析,可以看出2008年考虑到金融危机的影响,江苏悦达盐城拖拉机制造公司资产运营效率一直处于行业的中下游,与公司的市场地位不相符,公司的生产销售盈利能力还是存在一定问题,在同行业中盈利水平不是太靠前的,存在着资金回笼与资金需求上升的矛盾,短期偿债能力尚待进一步分析,但是长期偿债压力较高。债权融资比较困难,盈利能力不是太好,同时公司正处在规模扩张期,而短期内公司很难获得规模扩大的利好,增长能力有待考察,潜在的风险需要加强监测。

10.3.5 江苏悦达盐城拖拉机制造公司财务风险成因

本文前面对江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务风险管理进行了研究分析,本节将进一步分析产生上述财务风险状况的原因,江苏悦达盐城拖拉机制造公司财务风险的影响因素有外部因素和内部因素。

1. 外部影响因素

(1) 宏观调控的影响。机械制造业是国民经济的支柱产业,受国际宏观经济形势及国家宏观政策的影响较明显,面临的风险也较大。从2004年中央政府开始实施农机购置补贴政策开始,8年间中央财政共投入529.1亿元的农机购置补贴,累计拉动农机需求2301.6亿元。为了应对2008年发生的金融危机,国家施行刺激性政策,加大了机械装备的需求,带来了机械装备制造的繁荣,但是也导致了钢材等原材料的价格的上扬,导致了公司的成本的上升。

(2) 自然环境带来的影响。不同的地区,地理气候不同,作业环境不同,多机械装备的要求也不相同,比如山地和平湿地对农业机械的底盘及功率要求也不同,也就要求公司加大投入,根据不同的区域环境研制产品。更是导致公司的产品线的拉长,加大了原材料的采购成本。

(3) 市场风险。竞争格局形成,前三家大中拖生产企业占全部销量绝大部分。中国一拖、福田雷沃、迪尔天拖领衔大拖市场;前五家占全部,东风农机、迪尔宁波和马恒达悦达盐城在中拖市场具有很强的竞争优势。这几家公司只要有一家公司的营销策略发生变化,其他公司都必须跟进,比如拖拉机企业一家前五名企业的赊销力度加大,其他企业只有跟进,这导致江苏悦达盐城拖拉机制造公司的资金回笼变慢,应收账款回收周期加长,出现坏账的几率也加大了不少,公司的净利润的含金量不高。市场需求逐渐向大型拖拉机靠拢使得江苏悦达盐城拖拉机制造公司不得不进行转型升级,投建新厂区,加大了公司的资金需求,在公司的盈利能力不是很好的情况下,筹资压力更大,间接增加了筹资费用,摊薄了利润,扩大了公司的风险。

2. 内部影响因素

(1) 改制不彻底,干部职工思想观念并没有随时改进,国有体制弊端依然存在,江苏悦达盐城拖拉机制造公司系由国有公司改制而来,早期是独立的法人企业,后来由于计划经济向市场经济转换时,市政府委托母公司管理,后来成为母公司的下属公司,于2006年完成国有企业改制。公司历史复杂,改制过程曲折,导致改制不彻底,生产组织不是太



合理,同时又未能及时引进人才,创新管理理念不强,管理手段有待加强。

(2) 历史规划不合理,产能不足。在2000年规划现在的厂区时,仓储是按3万台中拖规划设计的,公司现有的厂区产能不足,只能露天堆放,生产能力已经不能很好地满足市场的需求,个别体积较大的原材料影响了公司产品的质量和增加了库存材料的保管费用;由于公司的产品拖拉机个体积较大,而拖拉机仓库不足,有很多时候另一方面,为了腾出场地而放宽商业信誉,将拖拉机销售运走,这也在一定程度上扩大了应收账款的规模。同时由于市场需求的变化,自2006年时,公司就规划新建年产量10万台大中拖的新厂区,并于2006年正式投资建设,这也加大了公司的资金需求。

(3) 公司生产管理不合理,存货过高,固流过高。为有效控制材料物资库存,减少存货资金占用,降低产品成本,江苏悦达盐城拖拉机制造公司财务管理制度第八条规定:建立先进合理的定额管理制度。主要包括物料定额、资金定额、人员定额、工时定额、设备使用率、成本费用开支标准,以及定额制定、执行、考核的具体办法。对于上述所提相关定额的管理,公司在职能上由不同相关部门负责修订审核,在实际运作过程中,因缺乏总体协调的职能部门,所以没有能够形成一个成熟的定额管理机制,随着公司产品品种的不断增多,经营规模不断扩大,定额管理工作已明显滞后。特别是反映在物料定额、工时定额的核算修订上,即使成熟产品,公司也没有一套完整的工艺卡片,没有形成合理库存造成公司的流动性不足。

(4) 公司的财务风险管理体制不健全,投入不足。由于历史原因,公司仍然延续了以前的管理体制,尽管公司是按现代企业标准管理,但并未专门设立财务风险管理部门并配置公司的财务人员,还是单纯的从事会计工作,极少参与公司管理,无法提供详尽的财务风险预警的完备信息。同时公司也缺乏建立财务风险管理体系的足够的人才。在公司的经营规模扩大后,公司的管理层次变得更多更加复杂,各种信息传递变慢,同时传递过程中失真经常发生,给财务部门的工作人员带来更多的压力。正是因为缺少风险意识和人才的储备,公司缺乏有效的财务风险预警管理体系,也没形成风险预警管理机构,公司的高层和财务人员未能及时准确的发现财务风险预兆,导致了对风险的反应迟钝。

(5) 公司财务平台较多,财务信息较乱。出于种种原因,公司的账务系统使用统一的用友财务软件,公司的ERP平台却是和佳财务软件,这在一定程度上拉长了财务数据传递的距离,财务数据的口径也不能很好的一致,容易失真。不能为公司的财务风险预警提供及时有效的信息。

江苏悦达盐城拖拉机制造公司由于系老国企改制发展而来,其领导层、员工对财务风险的认识还存在不足,以及他们知识体系和技术水平构成的缺陷,这些都对公司实施预警防范风险产生影响。

10.3.6 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务风险预警系统的构建

公司财务风险预警工作要正常开展,须在公司中建立健全的财务风险预警机构,并妥善处理好风险预警组织与公司其他机构的关系,将财务风险管理融入公司的日常生产运行之中,才能很好地发挥预警系统的作用。

1. 江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务风险预警组织设置模式

在公司中设立风险管理部门,由公司的管理决策者兼任,财务风险预警部门是一种辅

助,在公司各部门中设立预警管理岗位,这些岗位人员日常接受部门领导管理,在日常工作中收集预警管理的信息,并传递到风险管控系统中;在风险管理时接受风险管理部门统一调配。这一模式充分利用公司原有管理系统中的资源,只在职能分配上做出局部调整即可。

2. 江苏M公司财务预警管理机制的建立

根据公司制定的风险管理制度,对公司的组织结构进行改组,设立新的风险管理机构。国内外风险管理理论和实践告诉我们,风险管理机构应具有权威性和决定性,同时又要兼顾时效和便捷。财务风险管理涉及企业各个层次、各个方面和公司每个部门,每名员工都是风险管理者同时又是风险管理对象。风险管理各部门的人员配备除少数专门风险管理人员外,都是原有职能的调整,将工作重心转移到财务风险管理上来。同时利用计算机技术,对公司的原有的OA系统进行改造,最好能将现行的和佳ERP平台和用友财务工作平台整合为一个平台,如不能也要统一核算口径,在其中嵌入财务风险管理系统,在日常工作中就能通过OA平台收集到财务风险预警信息。

3. 财务风险预警管理的人员配备

风险管理的领导机构,成立江苏M公司财务风险管理领导小组,由公司一把手直接担任风险管理领导小组组长,负主要领导责任;各部门负责人为风险管理领导小组副组长,对本部门的风险管理负主要责任,由办公室主任担任领导小组办公室主任,负责风险管理的日常管理工作及联络工作,对风险管理的日常工作负全责。除风险管理办公室外其他部门各由一名业务熟练员工担任风险管理办公室成员,负责本部门的风险管理信息的上传下达。

各部门员工都是风险管理执行小组成员,除了风险管理小组联络员外,其他员工主要工作重心依然在平时工作之中。

4. 财务部门职责重新划分设定

由于财务风险预警的主要数据信息来源于日常财务数据及各类财务报表,所以为向财务风险预警工作提供及时、有效的数据,有必要对财务部门职责进行重新划分。根据风险管理要求,针对公司的财务风险管理状况,对财务部进行重新划分。

首先在财务处理软件用友U8中嵌入财务风险预警指标系统以及财务风险预警模型。以便在日常财务工作中进行监测财务状况,发现异常信息经过财务风险员分析后,运用预警模型分析判定风险级别,及时传递。

财务核算科:负责日常财务核算、负责收集企业经营管理活动中的信息,发现异常及时传递信息。

往来管理小组:负责公司筹资、投资以及往来管理,对公司的对外往来活动进行监控,及时向执行小组传递各种风险信息。

资产管理小组,该部门主要负责对公司各类资产进行管理,统计监测各类资产的运行状态及效率。及时向执行小组传递资产变现能力、资产结构、固定资产的损耗补偿、存货周转等监测信息。

增设财务风险管理员,负责对财务信息的日常监测,发现异常及时分析比对,并及时



向风险管理小组传递风险信息。

5. 预警方法

公司面临的环境是复杂多变的，应该结合定量分析和定性分析建立江苏盐城机械制造有限公司的预警分析方法。

当公司财务状况异常，日常财务比率指标数据异常，预警系统监测到异常信息时，我们运用选定的财务风险预警模型对数据进行处理，得到预警值与模型警示阈值对比，分析判定风险级别，及时准确报警。在公司进行定量分析的同时，还要考虑到其他风险因素诸如环境的影响，通过对内外部财务风险影响因素进行全面分析，然后根据风险数据库里的案例库进行对比研究，再与定量分析信息对比分析，得出险情信息。

10.3.7 江苏悦达盐城拖拉机制造公司财务风险预警系统架构的设置

江苏悦达盐城拖拉机制造公司的财务风险预警体系包括风险信息的收集系统、风险识别系统、风险预警信息传输反馈系统和风险控制系统。

1. 信息收集监测系统负责信息的收集，为下一步风险的识别做好准备

目前大多数企业都已经实现了办公自动化和会计电算化，在一定程度上已经实现了各类信息的共享与处理，财务跟业务科室都有自己的数据库系统记录着自己的业务数据。财务风险预警信息收集监测系统可以在此基础上整合各业务科室、财务室的数据传输处理系统，建立数据库，在 OA 系统中设置将相关信息自动传输到信息收集系统中去。过去由各业务处室被动提供转为自动化的主动提供，减少人为操作环节。例如，财务室材料会计整理好当天的数据，点击账务系统的保存，系统自动发送一份库存数据到信息收集系统中去；销售人员统计好当天的销售数据，保存时，实时传动一份到系统中。这样减少了不必要的劳动量，而且也减少了数据传输过程中失真的可能。

2. 风险识别系统，依托选择好的模型，设置好接口

将各类数据嵌套在其中，使得各类数据自动按需求传输到位。在设置系统中设定好处理周期，到期自动处理，然后按风险等级，将不同的风险数据，按不同的程序自动传输处理。如：设定好一个季度为财务风险预警识别周期，到时间节点时候，系统自动将收集到的数据代入预警模型体系中计算，然后将识别的不同风险等级的信息按程序自动传输专人并提醒。

3. 风险预警信息传输系统包括信息采集传输系统和信息处理传输系统

采集传输系统是将收集到的信息传输到数据库中以待处理；信息处理传输系统将不同风险等级的信息的传输，以及风险处理结果反馈系统。

4. 风险控制系统要有一个预警信息对策数据库

风险信息的类型、性质和风险程度进行自适应处理的系统，主要负责采取措施防范、控制风险。风险控制人员主要依托智能化系统将一些难以细化、标准模糊的信息进行处理或提交决策者处理，同时将处理结果作为系统数据库的一部分，以便日后处理相似案例。

风险控制系统可以设置人工处理的接口,以便专家接入系统处理或输入风险警示信息处理案例。

10.3.8 江苏悦达盐城拖拉机制造公司财务风险预警流程

江苏悦达盐城拖拉机制造公司财务风险预警体系运转流程是预警信息的收集,财务风险预警的预兆识别、财务风险预警的源头搜寻、财务风险预警的处理控制、结果反馈。

1. 财务风险预警信息的搜集

财务风险预警的信息收集,应该为财务风险配备专门的人员,负责及时准确的多渠道的,将业务工作中形成的资料信息收集起来,这些信息不仅是内部形成的数据,还包括宏观信息、行业信息和竞争对手的信息。这些收集而来的风险预警的数据应及时输入风险预警系统的信息数据库。经过初步的处理后传递到下一步,为财务风险预警预兆的识别做好充分的准备,这样数据就能够为其财务风险水平、垂直预警分析提供足够的数据支持。

2. 财务风险的警示预兆分析

收到信息收集人员或上一环节传递过来的预警信息,这些风险预兆信息代入风险分析模型之中,得到预警指标值,根据风险预警区间确定风险等级,分析风险成因,将预兆分析信息输入到数据库中,形成案例库,以便日后利用。

3. 财务风险的综合分析寻找源头

接到警示预兆的源头寻找,每个风险预兆都有与之相关的财务风险起由,将预兆分析传递过来的数据对照信息库里的案例和确定财务风险的风险源头及等级。按风险的不同源头和等级分别传递处理。

4. 财务风险的控制

收到传递过来的源头数据,根据风险的等级分别处理,一些难以细化、标准模糊的信息进行处理或提交决策者处理,同时将处理结果作为系统数据库的一部分,以便日后处理相似案例。

练 习 题

1. 什么是财务风险?
2. 财务风险预警控制有哪些措施?
3. 盐城机械的例子给我们的启示是什么?



【拓展案例】

第 11 章

中国平安治理结构

教学目的

通过对本案例的学习,学生应了解公司治理的整体框架结构和制度安排原理;把握股东和股东大会的职责与议事规则,董事会、经理层和监事会结构与权限责任的规定、董事会下属委员会的设置及功能、经理层的权限与约束;掌握公司治理框架下与各机构相互间的约束、财务的分层管理机制及具体管理原因。

11.1 背景知识

11.1.1 公司治理概述

公司治理又名公司管治、企业管治,是一套程序、惯例、政策、法律及机构,影响着如何带领、管理及控制公司。公司治理方法也包括公司内部利益相关人士及公司治理的众多目标之间的关系。主要利益相关人士包括股东、管理人员和理事。其他利益相关人士包括雇员、供应商、顾客、银行和其他贷款人、政府政策管理者和整个社区。

从公司治理的产生和发展来看,公司治理可以分为狭义和广义两个层次。

狭义的公司治理,是指所有者(主要是股东)对经营者的一种监督与制衡机制,即通过一种制度安排,合理地界定和配置所有者与经营者之间的权利与责任关系。公司治理的目标是保证股东利益的最大化,防止经营者对所有者的利益背离。

广义的公司治理是指通过一整套包括正式或非正式的、内部或外部的制度来协调公司与所有利益相关者(股东、债权人、职工、潜在的投资人等)之间的利益关系,以保证公司决策的科学性、有效性,从而最终维护公司各方面的利益。一般来讲,公司治理结构包括四大部分:股东大会、董事会、经理层和监事会。股东大会是公司的权力机构,董事会



【拓展知识】

是公司的经营决策机构,经理层属于执行机构,监事会是监督机构。公司治理结构力图通过上述多层代理关系,从激励和监督、责权利对等、信息交流等方面,形成一个相互制约同时又降低代理成本、提高决策效率的组织体系。这种结构决定了股东如何行使其所有权、如何保证股东目标实现、董事

会通过何种机制来保证经营者目标不偏离股东目标,以及如何使经理有充分的激励来发挥其人力资本优势,同时又能保证对经理人员的有效监督。

从理论上讲,公司的权力机构是股东大会,它决定公司的重大事项,但就一个拥有众多股东的公司来说,不可能让所有的股东定期对公司的业务活动进行领导和管理。因此,股东们需要推选出能够代表自己利益的、有能力的、值得信赖的少数代表,组成一个小型的机构替股东代理管理公司,这就是董事会。董事长是公司的法定代表人。董事会对外代表公司进行业务活动,



【拓展知识】

对内管理公司的生产和经营,也就是说公司的所有内外事务和业务都在董事会的领导下进行。从世界各国的公司立法趋势来看,董事会的作用日益增强,而股东大会的职能却相对减弱。董事会是公司的决策机构,对股东大会负责,依法对公司进行经营管理。经理层是公司事务和业务的执行机构,它由包括总经理、副总经理、财务负责人等在内的高级管理人员组成。这些,高级管理人员受聘于董事会,在董事会授权范围内拥有公司事务的管理权,负责处理公司的日常经营事务。其中,总经理是负责公司日常业务活动的最重要的管理人员。监事会对董事会和经理层执行业务的活动实行监督的机构。监事会作为公司的监察机构,其内容包括一般业务上的监察,也包括会计事务上的监察,但对内它一般不能参与公司的业务决策和管理,对外一般无权代表公司。由于处理监督和执行职能关系的方法不同,目前在国际上的公司治理中有单层制董事会和双层制董事会之分。英美公司秉持的是“股东大会—董事会—经理层”这一基本模式。董事会是监督公司经理及财务报告过程的主体,集最高决策机构与监督机构于一身。而且这一结构中,首席执行官(CEO)个人处于一种对公司的支配地位。德日治理模式的公司多采用双层制董事会结构。所谓双层制结构,是指股东大会授权下的监事会和董事会是分立的,由监事会行使监督职能,由董事会行使执行职能。在德国的公司治理结构中,由股东代表和工人代表共同组成第一层董事会,即监事董事会,第二层是执行董事会。监事董事会行使完全意义上的监督。日本公司的董事会和监事会都对股东大会负责,二者分立,彼此没有隶属关系,监督职能和执行职能平行,这种结构具有较强的系统性和直接性。

公司治理是现代企业制度的核心问题和财务管理的基本前提。越来越多的人认识到,一个企业持续的竞争优势首先绝不是技术优势,也不是资金和人才优势,而是制度优势。目前政府和企业都在很大程度上关注企业制度尤其是法人治理结构的建设和完善。但是从各国的经验和我国的现实分析,建立完善的法人治理结构,绝不可能一蹴而就,需要从法规尤其是从实际运作的角度从长计议,多方着手。在长期的公司治理实践中,公司治理制度不断完善,形成了一套相互联系的公司治理机制体系。根据公司治理机制的功能划分,主要有四种治理机制:一是激励机制,即通过激励董事与经理努力为企业创造价值,减少道德风险;二是监督与制衡机制,即对经理及董事的经营管理行为进行监督和评价,并建立有效的相互制衡的内部权力机构;三是外部接管机制,即当管理者经营不善,造成公司股价下跌时,被其他公司(或利益相关方)收购,进而导致公司控制权易手;四是代理权竞争机制,是指不同的公司股东组成不同的利益集团,通过争夺股东的委托表决权以获得董事会的控制权,进而达到替换公司经营者的。

11.1.2 公司财务分层管理架构

公司治理结构是财务管理的基础。从公司法人治理结构来看,公司财务管理是分层



的,管理主体及相对应的责权利是不同的。公司财务已不是传统财务部门财务的概念,而是包括各科层都参与的一种管理行为,这种科层关系不仅有利于明确权责;而且从决策权、执行权和监督权三权分离的有效管理模式看,还有利于公司财务内部约束机制的有效形成,具体包括出资者财务、经营者财务和财务经理财务。

11.1.3 公司财务治理

良好的公司治理是公司竞争力的源泉和经济持续增长的基本条件,这一点已经成为普遍共识。20世纪80年代以来,公司治理结构的主流理论是股东价值论,它提倡的公司治理体制就是把公司置于(资本)市场的控制之下,即强调股东的外部控制。而利益相关者理论认为企业不能仅仅强调股东利益最大化,现代企业都是社会人,必须兼顾各方利益。90年代后期,拉让尼克和奥苏丽文逐渐形成了第三种理论,他们认为股东价值论和利益相关者理论忽视了企业发展和经营效率的提升,而现代企业通过治理过程的目的在于优化资源配置、提高生产效率。这种公司治理的主要理论原则就是,如果一种公司治理结构的体制能够支持创新企业,它就必须提供三个制度条件:①财务承诺,即企业必须能够把财务资源用于促进企业创新的生产性投资;②组织整合,即把人力和物力资源整合进一个组织过程来开发并利用技术;③内部人的战略控制,即把战略控制权置于对企业具有组织承诺和能力的管理者手中,使他们能够把资源配置于创新的投资。显然,这种公司治理理论只要求对公司治理实行组织控制而不是市场控制,组织整合要求由组织而非市场来提供激励,财务承诺要求由组织而非市场来配置资源,战略控制要求由组织而非市场来决定投资方向和类型。因此,在实现价值目标的过程中完善公司的内部治理机制才是关键。关注创新、生产、财富和价值创造,关注促成创新的制度条件,是此种公司治理学说的基本特点。这种主张与钱德勒关于管理革命导致美国大企业成长的逻辑是一致的。这一治理理念的核心就是财务治理。一般认为,财务治理从总体上是一种契约制度,通过内部或外部的财务治理机制实现对企业剩余索取权、控制权、战略决策与激励约束机制的合理配置,以协调利益相关者之间的利益和权责关系,并最终促成各利益相关者间的长期合作。

11.2 案例资料

11.2.1 公司概况

中国平安致力于成为国际领先的个人金融生活服务提供商。通过“综合金融+互联网”和“互联网+综合金融”的一体化架构,依托本土化优势,践行国际化标准的公司治理,以及统一的品牌、多渠道分销网络,本公司为超过两亿互联网用户和一亿客户提供保险、银行、资产管理和互联网金融产品及服务(如图11.1所示)。

11.2.2 公司愿景和战略

中国平安的愿景:成为国际领先的个人金融生活服务提供商。通过“综合金融+互联网”和“互联网+综合金融”两个模式,聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”两大产



图 11.1 中国平安架构

业，围绕保险、银行、资产管理、互联网金融四大板块，最终实现“国际领先的个人金融生活服务提供商”的目标。我们持续以客户为中心，为客户提供完善的金融服务，以实现“一个客户、一个账户、多项服务、多个产品”为目标，积极推进用户、客户间的迁徙。核心金融业务：向客户提供专业的一站式金融服务。同时，利用互联网升级综合金融模式，扩大服务范围，提升服务效率和体验。互联网金融业务：围绕用户的“医、食、住、行、玩”需求，不断完善线上平台，提供多种服务和产品，将金融嵌入线上生活服务。

11.2.3 公司股东大会与董事会的财务责权与运作

股东大会是公司的权力机构，依法行使下列职权：(1) 决定公司的经营方针和投资计划。(2) 选举和更换董事，决定有关董事的报酬事项。(3) 选举和更换非由职工代表出任的监事，决定有关监事的报酬事项。(4) 审议批准董事会的报告。(5) 审议批准监事会的报告。(6) 审议批准公司的年度财务预算、决算方案。(7) 审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案。(8) 对公司增加或者减少注册资本做出决议。(9) 对公司合并、分立、解散和清算等事项做出决议。(10) 对公司发行债券做出决议。(11) 对公司聘用、解聘或



者不再续聘会计师事务所做出决议。(12) 修改公司章程。(13) 审议单独或合并持有公司 3% 以上股份的股东的提案。(14) 审议公司在一年内购买、出售重大资产超过公司最近一期经审计总资产 30% 的事项。(15) 审议批准变更募集资金用途事项。(16) 审议股权激励计划。(17) 审议批准公司下列对外担保事项：① 本公司及本公司控股子公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计净资产的 50% 以后提供的任何担保；② 公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计总资产的 30% 以后提供的任何担保；③ 为资产负债率超过 70% 的担保对象提供的担保；④ 单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10% 的担保；⑤ 对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。(18) 法律、行政法规、部门规章、上市规则或公司章程规定应当由股东大会做出决议的其他事项。

公司设董事会，董事会由 19 名董事组成，其中设董事长 1 人，副董事长 1—2 人，执行董事不少于 2 人，独立董事不少于 3 人。公司现有执行董事 5 名，非执行董事 7 名，独立非执行董事 7 名。

公司的董事任期为 3 年，可通过再次当选或再次任命方式连任。公司董事会的职能和权力主要包括：(1) 召开股东会议，在该股东会议上向股东报告自己的工作；(2) 实施股东大会决议；(3) 制订本公司的业务计划和投资建议；(4) 制订年度财务预算和决算账目议案；(5) 制订本公司利润分配计划和亏损弥补计划；(6) 提出本公司增加或减少注册资本、发行公司债券的议案；(7) 制订合并和分立或解散的方案；(8) 决定设立内部管理部门；(9) 任命或罢免首席执行官，根据首席执行官的提议任命或罢免董事会秘书、首席运营执行官、首席财务执行官和执行委员会主要成员等其他高级管理人员，并决定上述人员的报酬；(10) 制定基本管理制度；(11) 制定任何修改公司章程的议案；(12) 听取首席执行官定期工作进度报告；(13) 行使法律、法规、股东大会和公司章程授予或授权的任何其他权力。

除了上面的第 (6)、第 (7) 款和第 (11) 款需要 2/3 以上的董事（包括参加有关会议的股东持有股票代表的 2/3 以上表决权）投赞成票通过以外，其他条款涉及的决议只需超过半数的董事投赞成票即可通过。

11.2.4 董事会各专业委员会的组成、职责

截至 2015 年 12 月 31 日，本公司董事会由 17 名成员构成，其中执行董事 6 名、非执行董事 5 名、独立非执行董事 6 名，每位董事的简历均载于年报“董事、监事、高级管理人员和员工情况”部分。董事会的人数、构成符合监管要求和《公司章程》规定。根据《公司章程》等有关规定，董事由股东大会选举产生，任期三年；董事任期届满，可以连选连任，但独立非执行董事连任时间不得超过六年。

董事会负责本公司的管理，并就股东所委托的资产及资源向股东负责。董事会代表并且有责任为股东的整体利益行事。董事会承认其有编制财务报表的责任。董事会的主要职责及董事会可采取的决策类型包括下列事项。

(1) 制订本集团的整体方向、目标及策略、业务计划及投资方案，同时监督及监察管理层的表现。

(2) 制订本公司的年度预算、财务报表及监察本公司的业绩表现。

(3) 制订本公司的利润分配及弥补亏损方案。

(4) 制订合并或出售计划及在股东大会授权范围内决定主要投资、资产抵押及其他形式的担保事项。

(5) 制订增加或减少本公司注册资本的方案、发行公司债券或者其他证券及上市方案。

(6) 聘任或者解聘本公司高级管理人员，并决定其报酬事项及奖惩事项。

(7) 履行企业管治职能，监督、评估及确保本公司内部控制系统效能及对有关法律法规的遵守情况。

另一方面授予管理层的职责、职能以及决策类型中包括下列事项：实施董事会制订的本公司的整体方向、目标及策略、业务计划及投资方案；及对本公司业务进行日常管理。

本公司董事会已成立战略与投资决策委员会、审计与风险管理委员会、薪酬委员会和提名委员会四个专业委员会。有关董事会专业委员会各自职能及组成具体如下。

(1) 战略与投资决策委员会。战略与投资决策委员会的主要职责是对公司重大投资、产权交易、融资方案、重大资本运作、资产经营项目、生产经营项目等进行研究并向董事会提出建议，及时监控和跟踪由股东大会、董事会批准实施的投资项目、重大进程或变化情况及时通报全体董事。

(2) 审计与风险管理委员会。审计与风险管理委员会的主要职责是审阅监督公司的财务报告程序和进行风险管理。审计与风险管理委员会亦负责检视外聘审计师的任免及酬金的任何事宜。此外，审计与风险管理委员会亦审查公司内部控制的的有效性，其中涉及定期审查公司不同管治结构及业务流程下的内部控制，并考虑各自的潜在风险及迫切程度，以确保公司业务运作的效率及实现公司目标及策略。有关审阅及审查的范围包括财务、经营、合规情况及风险管理。审计与风险管理委员会亦审阅公司的内部审计方案，并定期向董事会呈交相关报告及推荐意见。

(3) 薪酬委员会。薪酬委员会的主要职责是依董事会授权，厘定公司执行董事及高级管理层的特定薪酬待遇，包括非金钱利益、退休金权利及赔偿金额，并就非执行董事的薪酬向董事会提出建议。薪酬委员会亦就建立一套正式及具透明度的程序为该等人上制订薪酬政策向董事会提出意见，参考董事会制定的企业目的及目标，审阅及批准以兼顾绩效和市场为基础的薪酬。薪酬委员会尤其获授特定职责，须确保并无董事或其任何联系人上参与厘定其自身的薪酬。倘薪酬委员会某一成员的薪酬需予厘定，则该成员的薪酬须由委员会其他成员进行厘定。薪酬委员会每年至少举行2次会议。

(4) 提名委员会。提名委员会的主要职责是就填补公司董事会及高级管理人员空缺的人选进行评审、向董事会提供意见及提出推荐建议。提名委员会每年至少须举行1次会议，但如有必要，可举行多次会议。董事的提名是根据公司业务活动、资产及管理组合，参照并对个人的业务洞察力及责任心、学术及专业成就及资格、经验及独立性加以考虑。提名委员会获授予职责，须积极考虑公司董事及高级管理人员级别的需要，研究甄选董事及高级管理人员的标准及程序，在考虑及物色适当人选后，向董事会提出推荐建议，并落实董事会就委任所做出的任何决定及推荐建议。提名委员会的主要目的是使董事会保持尽责、专业及具问责性，以便为公司及其股东服务。



11.2.5 关于监事和监事会

截至2015年12月31日,监事会由5名成员组成,其中外部监事2名、股东代表监事1名、职工代表监事2名,每位监事的简历均载于本年报“董事、监事、高级管理人员和员工情况”部分。监事会的人数、构成符合监管要求和《公司章程》规定。

监事会的主要职能及职权包括下列各项:

- (1) 核实董事会所编制及拟提交股东大会呈览的财务报告及其他财务资料。
- (2) 审查本公司的财务状况。
- (3) 监督董事、首席执行官及本公司高级管理层其他成员遵守适用法律、行政法规及《公司章程》的情况。监事会的详细履职情况载于“监事会报告”部分。

11.2.6 公司执行委员会

本公司已设立了一个执行委员会,是董事会下的最高执行机构。执行委员会的主要职责是审阅本公司的内部业务报告、有关本公司的投资及利润分配政策、本公司的管理政策、发展计划及资源分配计划。执行委员会亦负责就重大发展策略、合规风险管控、资本配置、协同效应及品牌管理等事项作出管理决定。此外执行委员会亦负责审阅本公司子公司的业务计划,以及评估子公司的财务表现。本公司亦已在执行委员会之下设立了7个管理委员会,即投资管理委员会、预算管理委员会、投资者关系管理委员会、风险管理执行委员会、关联交易管理委员会、全球系统重要性保险机构管理委员会和信息化工作委员会。

11.2.7 公司经理层与财务总监的职责

公司总经理行使下列职权:①主持公司的生产经营管理工作,组织实施董事会决议,并向董事会报告工作;②组织实施公司年度经营计划和投资方案;③拟订公司内部管理机构设置方案;④拟定公司的基本管理制度;⑤制定公司的具体规章;⑥提请董事会聘任或者解聘公司副经理、财务负责人以及董事会确认为担任重要职务的其他人员;⑦决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员;⑧拟定公司职工的工资、福利、奖惩,决定公司职工的聘用和解聘;⑨提议召开董事会临时会议;⑩本章程或董事会授予的其他职权。

公司财务总监行使以下职权:①主管公司财务工作,对董事会负责,在总经理领导下开展日常工作;②根据法律、行政法规和国家有关部门的规定,拟定公司财务会计制度并报董事会批准;③根据公司实际情况,拟定公司资金、资产运用及签订重大合同的权限规定,并报总经理批准;④根据公司章程有关规定,按时完成编制公司季度、中期以及年度财务报告,并保证其真实可靠;⑤按照总经理决定的分工,主管财务及其他相应的部门或工作,并承担相应的责任;⑥对财务及所主管工作范围内相应的人员任免、机构变更等事项有向总经理建议的权利;⑦按公司会计制度规定,对业务资金运用、费用支出进行审核,并承担相应责任;⑧定期及不定期地向董事会(或董事会授权的专业委员会、指定董事)、总经理提交公司财务状况分析报告,并提出相应解决方案;⑨维护公司与金融机构的沟通联系,确保正常经营所需要的金融支持;⑩总经理交办的其他事项。

总经理办公例会主要是指公司执行委员会会议、总经理办公会。公司执行委员会成员

包括公司总经理、常务副总经理和财务总监。公司总经理办公会成员包括公司总经理、副总经理、财务总监、各业务中心总经理、各职能部门总经理。

公司执行委员会会议每月召开两次，由总经理主持，执行委员会成员及与议题相关的临时邀请人员参加。主要负责战略推进和资源配置事宜，包括但不限于贯彻执行所有董事会决议、审核所有投资项目、审议所有经营层提出的上报董事会的议案、重大人事变动、重大组织结构变动和重大经营决策等。

总经理办公会每月召开一次，由总经理主持，总经理办公会成员及与议题相关的临时邀请人员参加。讨论分析公司年度经营计划的实施进展情况，安排下阶段主要工作、各部门或下属单位提交会议审议的事项，以及总经理认为必要的其他事项。总经理办公会的主要目的包括：①检查公司经营管理工资的执行进度；并对该进度提供必要的支持；②了解全局，对近期业务目标能否完成做出判断；③均衡各业务单位，做出必要的计划调整；④必要的人事变动；⑤强调并指导需要优先考虑的事项；⑥了解市场变化，做出迅速反应；⑦分享最好的实践经验；⑧收集数据以促进协调、管理和计划的改进。

在董事会授权范围内，总经理可根据公司实际经营情况审批相关事项，超出授权权限须报董事会审批。公司采用矩阵式结构，由业务部门与职能部门（包括财务、商务、人事、法律、IT）共同管理，两个部门主管如有意见分歧，可向上级汇报，直至总经理最终裁定、审批。各业务中心预算以内（包括年度预算、单项预算）和授权范围内的事项的批准。

权限全部授予各业务中心相关负责人；超过各业务中心预算及超出授权范围的事项，经财务总监审核后报总经理审批。

总经理应当根据董事会的要求，定期或不定期向董事会报告工作，包括但不限于：①定期报告，包括年报、半年报、季报、月报，由财务总部组织编制，在董事会的要求期限内提交；②公司年度计划实施情况和生产经营中存在的问题及对策；③公司重大合同签订和执行情况；④资金运用和盈亏情况；⑤重大投资项目进展情况。

11.2.8 和谐的公司治理文化

2011年6月20日，亚洲著名公司治理杂志Corporate Governance Asia公布2011年度“亚洲公司治理杰出表现奖”，平安保险集团凭借在日常经营中有效推行高水平的公司治理文化，五度蝉联“亚洲公司治理杰出表现奖”。

评委会指出，平安保险集团多年来一直致力于提升公司治理水平，在其重视责任性、专业性及问责机制的董事会和高级管理层的领导下，集团得以在日常经营中有效地推行高水平的公司治理文化，从而实现股东价值的最大化。

平安保险集团从建立初期就力争成为公司治理的市场最佳典范。二十多年的发展与实践中，平安保险集团以价值增长作为公司治理的核心指导思想，始终遵循对股东、员工、客户和社会负责的企业使命及治理原则，建立高度平衡的机制。均衡、多元化的股权结构、国际化的董事会及相关制度、完善的决策机制、透明的信息披露制度、严格的风险内控机制等，都为平安保险集团持续、稳定的发展提供了保障。

平安保险集团表示：“过去一年的公司治理工作得到业界的认可，我们感到非常荣幸。中国平安已经从一家保险公司成长为中国领先的综合金融服务提供商，这个奖项是平安集



团上下同心协力，致力于维持最高管理标准的结果。我们深信，在这个领域遵循最高标准有助于我们进一步为股东及其他各相关利益群体创造长期价值。我们将继续向着成为全球领先的综合金融服务集团这个目标而努力，继续遵照最佳公司治理的标准工作。”

资料来源：平安保险集团 2014—2015 年度报告，平安保险集团公司章程、董事会议事规则和各专业委员会实施细则等。

11.3 案例分析

通过良好的公司治理，整合资源、降低成本、打造无可复制的竞争优势，是平安保险集团综合金融的核心，也是其能够在二十二年间成就高速成长的根源所在。这其中包括清晰的董事会决策机制、明确的分业经营管理架构和优秀的内部法人治理文化。

11.3.1 建立国际化、专业化的董事会

公司治理一直是国内外研究的热点问题。由于企业所有权和经营权相分离，产生了委托代理关系。由于经理人员对盈余操控的行为有可能损害股东的利益，为了监督和约束经理人员的行为进而防止经理人员利用自身权力谋取私利，企业一般设立董事会对经理人员的权力进行制衡。随着公司规模的日渐扩大，作为一个会议体的董事会越来越难以承担繁重、复杂的决策和监督职能。同时，从提高决策的专业化水平出发，也需要对具有不同知识背景和从业经验的董事进行分工。基于这些原因，专业委员会就从董事会下派生出来，专门承担董事会的某些特定职能。随着公司治理结构实践的发展，董事会专业委员会的作用越来越受到重视。2002 年，美国在安然事件后出台了《萨班斯法案》，该法案的重要内容之一就是授权美国证券交易委员会（SEC）发布规则，要求上市公司建立符合该法案要求的审计委员会，该法案同时对审计委员会的权力、审计委员会成员的独立性、工作程序以及经费来源做了详细的规定。同年，日本在修改《商法特例法》时，将实行美国模式的大型公司直接称为“设置专业委员会的公司”，规定设置专业委员会的公司必须设立提名、薪酬、审计委员会，并对委员会的权限、运营进行了详细的规定。2004 年 OECD 修订其发布的公司治理准则时，首次将董事会专业委员会的内容纳入该文件中，指出“如果董事会设置专业委员会，那么董事会应该清楚界定专业委员会的权力、组成、工作程序并予以披露”。同时，还对设置专业委员会可能产生的问题和应采取的措施做出了说明。

董事会制度是公司治理的核心内容，董事会受股东委托，负责公司的经营决策和业务领导，是公司的最高行政机构，完善公司治理，必须保证董事会独立、有效运作，因此，跨国大公司普遍重视董事会的组成和决策机制，以此确保董事会决策的专业性与准确性，使整个公司在发展航程中不偏离方向。

平安保险集团董事会目前共有董事 19 人，其中外籍 9 人，占比近 50%。董事中既有由摩根、高盛、汇丰等金融机构入股带来的国际董事，也包括平安保险集团聘请的管理层董事，并且他们大多是保险、会计、法律、管理等领域专业、资深人士，有着十年以上的金融行业从业经验。就国际化和专业化程度来说，平安保险集团的董事会人员构成堪称业界翘楚。

1993年,平安保险集团在国内金融机构中最早开风气之先,引入两家国际著名的金融集团——美国摩根投资银行和高盛有限合伙集团作为战略投资者,它们以超过每股净资产6倍的价格取得平安13.7%的股份。平安保险集团由此拉开了资本国际化的序幕,成为中国第一家引入外资的金融企业。摩根和高盛20年来带着“指导意见”和两名“观察员”列席董事会,为平安保险集团带来国际化的视野和全新的管理理念,为平安保险集团以后的公司治理带来了更为深远的影响。

国际化和专业化的董事会使平安保险集团的公司治理水平上了一个台阶,尤其是“外脑”董事的执著意见,对促进平安保险集团规范高效运作功不可没。董事会专业委员会制度的产生能够克服董事会的内生性缺陷,使董事会内部得到更专业的分工,明确各部的责任和权利,提高解决问题的效率,符合现代企业管理制度的理念。另外,董事会专业委员会制度还能有效地克服总经理中心主义给董事会带来的弊端,如审计委员会的设立可以使董事会掌握更多的公司信息,保护股东权益。

在专业化和国际化的董事背景下,日前平安保险集团董事会下设四个专业委员会,分别就战略与投资决策、提名、审计与风险管理和薪酬四个方面制定各项细则,同时,为保证董事的知情权以及掌握充分的决策信息,平安保险集团提交到董事会上讨论的有关重大议案均需要先从董事会下的公司执行委员会集体讨论通过,有关负责人向全体董事进行专项报告并列席董事会,回答董事们的质询。在董事会高效的指挥下,平安保险集团的公司治理更为成熟,形成了清晰的决策机制,集团还通过股东大会分级授权,科学界定董事会与经营管理层的职责,推动董事会和公司经营管理层和谐沟通、互动合作,同心协力促进了公司持续健康快速发展。

11.3.2 完善集团控股模式

搭建分层财务治理架构。金融控股公司是指以母公司控股从事银行、证券、保险、信托等业务的各个子公司、从事多元化经营的金融集团。理论上,金融控股公司按照经营模式可以分为纯粹型金融控股公司和经营型金融控股公司两类,后者以德国的全能银行为代表。我国各类金融控股集团按照母公司性质可以分为产业实体型、纯粹集团控股型两类,前者的模式并不成功,基本沦为一般的财务投资模式,后者的成功案例有平安集团和中信集团等。

经过多年的发展,平安保险集团旗下控股的金融企业涉及银行、保险、证券、信托等众多领域,而且在规模上也不断壮大。截至2009年6月30日,按照国际财务报告准则(IFRS),其总资产为8 854.19亿元,权益总额为1 017.93亿元。按照中国会计准则,集团总资产为8 302.20亿元,股东权益为966.83亿元。英国《金融时报》公布平安保险集团进入2009年度“全球500强”企业榜单,在全球寿险公司中排名第二,在上榜的中国内地企业中,以426.629亿美元市值排名第八,三季度蝉联非国有企业第一名。

平安保险集团是国家确定的三家综合金融试点企业之一,与另外两家金融集团(分别是中信、光大)相比,它的差异化体现在分业金融体制上,是以“集团控股、分业经营、分业监管、整体上市”设立的。

平安保险集团作为控股方,不经营具体业务,而是履行好资本配置功能,并做好监督职责。平安保险集团通过整体上市,从外部获取资源,分配给内部子公司,自上而下配置



资源。集团重在明确方向、制定规则,履行资本筹集、战略规划、合规监督、品牌经营、整体协同等五大核心职能,在集团及各子公司之间形成协同效应,提升公司价值。

平安保险集团采用金融控股的集团模式,以金融业为主业,控股各不同领域的子公司,在集团整体层面建立规范、完整的公司治理结构和领先的经营机制,构建符合国际标准和监管要求的内控管理体系。同时,旗下证券类、银行类业务公司也分别接受证券和银行业行业监督部门的监督,建立严格的管控体系。

集团控股的好处在于法人治理结构清晰、健全,信息披露充分、完整,经营透明度高,不仅可以有效地防范金融风险,而且与花旗、汇丰等国际领先金融集团一致,容易得到资本市场的高度认同。平安保险集团在公司治理方面将不同版块的业务纳入通盘考虑,并且设计有相互隔离的防火墙机制,包括平安集团与子公司之间的法人治理防火墙、资金管理防火墙、财务管理防火墙、信用防火墙、关联交易防火墙及信息安全防火墙等,通过防火墙机制的合理设计和有效运行,防范系统性风险及子公司之间的风险传递,规范关联交易管理,符合监管要求,促进公司战略目标的实现。与此同时,平安保险集团还采取了一种“全员参与、分级实施、逐级汇总”的方式完善内控,即按照一定的标准对重要业务流程进行全面的、系统的梳理和检视,优化制度和流程,建立平安保险集团内部控制自我评估体系和运行机制,确立适合集团的内控自我评估工作流程、方法和模板,形成了流程图、控制矩阵、自评手册等工作成果,并通过固化项目成果、设置内控考核与问责机制,顺利实现内控自我评估的常态化运作,促进内控体系的全面升级。

平安保险集团不仅实现了对保险、银行、信托、证券、期货等金融机构的紧密控制,而且实现了对各子公司统一的战略管理、投资管理,子公司之间业务合作非常密切,未来还将实现客户资源统一管理,是目前我国最发达和最成功的金融控股公司模式。

11.3.3 培育“法、理、情”的公司治理文化

作为一种制度安排,公司治理规定了相关主体的有形行为规则和程序。经合组织(OECD)在公司治理原则中指出:公司治理明确规定了公司的各个参与者的责任和权利分布,诸如董事会、经理层、股东和其他利益相关者,并且清楚地说明了决策公司事务时所应遵循的规则和程序。这种制度安排规定了股东、董事会和经理层等利益相关者的地位和职能,以及其行使职能的合法途径。同时,公司治理同样体现为确立一种共同的文化价值模式,使人们对相关主体的职务、功能和责权利形成价值认同,并产生行为预期。它包括董事和董事会的思维方式、理论和做法,是一套法律、文化和制度安排,这些安排决定了公司的目标、行为,以及在公司众多的利益相关者当中由谁来控制公司、怎样控制、风险和收益如何在不同的成员之间进行分配等。因而,公司治理各相关主体的行为总是处于价值模式的内在约束之下。正是通过这种文化价值模式的认同,公司治理才能作为一种制度在企业中获得权威性。

公司治理文化,是指股东、董事、监事、经理人员、重要员工等公司利益相关者及其代表,在参与公司治理过程中逐步形成的有关公司治理的理念、目标、哲学、道德伦理、行为规范、制度安排等及其治理实践。优秀的文化是提高公司治理效率极其重要的基础和关键所在。

从整体来说,中国金融机构公司治理的差距,很大程度上受治理文化缺位的影响,突

出表现在引进来的治理模式被本土化,以至于耦合性较差,偏离了公司治理的目标。如果说引入战略投资者和制度化治理是做到了形似,那么通过企业文化将公司治理的意识融入每一个员工的头脑中,才算是做到了神似。

平安保险集团二十多年来孜孜不倦地学习国际化专业化的管理标准,一些根本性的公司治理机制,比如股权结构、董事会决策体系、监督体系、经理层激励和约束机制、风险管控体系以及信息披露机制都已成形,现在需要将企业公司治理文化成为全体员工共同遵守倡导的价值观。

近年来,平安保险集团通过‘法、理、情’落实管理制度,克服种种观念和习惯上的桎梏。公司治理文化在平安内部是“法为第一、理为第二、情为第三”;在平安人看来,法是基础、是底线,不得有丝毫逾越,否则事业基础就会崩塌;理为支撑,是企业经营的骨架,容不得侵蚀,否则不能成就大业;情为连接,是企业经营必要的柔顺机制,帮助公司形成良好的工作氛围,提高效率。

平安保险集团成立二十多年来,完成的最重要工作之一就是建立了一整套符合现代企业制度的公司治理文化,让整个公司充满生机活力,不因规模扩大、结构复杂而老化、僵化。每个平安人都在既有公平竞争又有精诚协作的治理文化氛围下成长,共同推动平安以年轻企业特有的速度向前迈进。

练习 题

1. 公司治理的内涵是什么?有哪些代表性的观点?
2. 公司治理模式包括哪些类型?各类型治理模式有何特征?
3. 简要说明公司的利益相关者的范围。
4. 简要说明独立董事制度是如何产生与发展的。
5. 试述独立董事与监事会在监督职能方面的主要区别。



【拓展案例】

第 12 章

爱奇艺并购 PPS 案例分析

教学目的



通过对本案例的学习，学生应掌握公司并购的类型，理解公司并购的程序。掌握公司并购的理论，理解公司并购的动因。理解公司并购主要支付方式的含义。

12.1 背景知识

【拓展案例】

19 世纪末，随着西方资本主义经济的快速发展，公司并购活动日益活跃、以美国为例，从 19 世纪末至今，美国先后发生了五次较大规模的公司并购浪潮。全球公司并购规模更加庞大，公司并购已成为公司扩张的重要方式。另外，智能手机的普及使移动互联网获得飞速发展，互联网行业正加速冲向移动时代，不断颠覆着传统互联网的产业格局。对国内许多互联网企业来说，由 PC 端向移动端迁移已成为首要任务。一场争抢移动互联网“船票”的竞争也由此拉开帷幕。

1. 并购的概念

一般来说，并购有广义和狭义之分。狭义的并购是指《公司法》所规定的公司合并，包括吸收合并和新设合并。狭义的并购使并购活动的双方或一方消失，实现资本的集中，并形成一个新的经济实体。广义的并购除了狭义的并购外还包括收购和接管，是为了对目标公司进行控制或者施加重大影响而进行收购部分股权或资产的活动。这种收购不以取得目标公司的全部股权或资产为目的，主要通过收购实现对目标公司的控制或重大影响。收购或接管虽然也是公司扩张的主要形式，但被收购或接管的公司仍然存续，并没有消失，也不需要成立新的经济实体。

2. 并购动机

(1) 获取协同效应。从效率上来讲，并购可以获得管理、经营以及财务上的协同效应。管理上的协同效应体现在管理效能的提升上。具有较高管理效能的企业并购效率较低的企业并通过提高目标企业的管理效率而获得效益。其核心在于并购方没有充分利用的管理资源可以在并购后的企业中得到充分的利用。经营上的协同效应主要体现在规模经

济性和范围经济性，规模经济性的并购动机主要体现在横向并购中，范围经济性主要体现在纵向并购和混合并购中。而财务上的协同效应主要指在并购后企业通过税法、会计处理以及证券交易等内在规定而产生的效益。

(2) 获得特殊资产。企业获取某项特殊资产往往是企业并购的重要动因。特殊资产是一些对企业发展至关重要的资产，如土地、专业管理团队、核心研发人员及专利技术、品牌、商标等无形资产。

(3) 克服负外部性，减少竞争，加强对市场的控制力。微观经济学的理论表明，企业负外部性的一种表现是“个体理性导致集体非理性”。两个独立企业的竞争表现了这种负外部性，其竞争的结果往往是两败俱伤，而并购战略可以减少残酷的竞争，同时还能够增强对其他竞争对手的竞争优势。

3. 并购类型

(1) 按并购双方所处的行业分类。

① 横向并购。横向并购是指两个或两个以上同行业公司之间的并购。横向并购的双方公司生产同类产品或者经营同类业务，在并购之前双方是互相竞争的对手，通过横向并购可以消除竞争，扩大市场份额。在横向并购中，通常是优势公司兼并劣势公司，从而形成规模经营。有时为了避免恶性竞争，也可能是两家实力相当的公司之间实现并购，从而实现资源的更合理配置。

② 纵向并购。纵向并购是公司与其供应商或客户之间的并购。纵向并购通常是优势公司兼并与本公司经营紧密相关的上下游公司。纵向并购双方是出于同一产业链的上下游公司，它们之间的经营业务具有互补性，通过纵向并购可以实现纵向产业一体化，有利于相互协作，加强生产经营各个环节的配合，缩短经营周期，节约费用。

③ 混合并购。混合并购是指与本公司生产经营活动无直接关系的公司之间的并购。混合并购双方在经营活动上没有任何关系。混合并购的目的是扩大生产经营范围，降低长期经营特定行业风险。通过混合并购，公司可以进入一个新的行业，实现多元化经营，从而分散投资风险。

(2) 按照出资方式分类。

① 出资购买资产式并购。这种并购是指收购公司使用现金购买被收购公司的全部资产进行的并购。出资购买资产式并购一般属于吸收合并，收购公司将被收购公司的全部资产购买后，被收购公司就成为收购公司的一部分，被收购公司并入收购公司，其原有的法人资格取消。对于产权关系、债权债务关系比较清晰的公司而言，采用这种并购方式能够做到等价交换、交割清楚，没有遗留纠纷。一般来说，这种并购比较适合非上市公司。

② 出资购买股票式并购。这种并购方式要求被收购公司必须是上市公司，收购公司出资被收购公司的股票可以通过一级市场进行收购，也可以通过二级市场进行收购，但出资收购方式要受到有关证券法规披露信息的制约。因此采用这种方式收购，往往会使股价飙升，致使收购成本激增。

③ 以股票换取资产式并购。这种并购是指收购公司向被收购公司发行本公司的股票来交换被收购公司资产。这种并购方式必须由并购双方签订协议，收购公司愿意承担被收购方的债务责任，被收购方同意解散公司，并将持有的收购公司股票分配给原有股东。



① 以股票换取股票式并购。这种并购是收购公司直接向被收购公司的股东发行本公司股票，以交换其所持有的被收购公司股票而进行的并购。一般来说交换股票的数量至少要达到能够控制被收购公司的持股比例。通过这样的交换，被并购公司的股东成为并购公司的股东，而并购公司成为被并购公司的股东，从而实现对被并购公司的控制或重大影响。采用这种并购方式进行并购后，被收购公司或者成为收购公司的子公司继续其经营活动，或者通过解散清算而将资产全部并入收购公司。

12.2 案例资料

12.2.1 百度

百度上市主体 Baidu.com 于 2000 年 1 月 18 日在开曼群岛注册，100% 控股英属维尔京群岛的 Baidu Holding，Baidu Holding 又 100% 控股在中国境内运营的 Baidu (China) 和 Baidu Online。Baidu Online (百度在线) 通过 VIE 协议控制公司北京百度网络科技有限公司。北京百度网络科技有限公司是一家中资公司，李彦宏和徐勇分别持股 75% 和 25%，该公司获得政府网站及在线广告经营许可，用户所熟知的 Baidu.com 搜索引擎和 Hao123 导航网站等都隶属该公司。在 IPO 后公司高管持有百度上市主体 Baidu.com 合计 43.5% 的股份，其中李彦宏个人持股 22.4%，为最大的个人股东。另外为防范恶意收购，百度将股份分成 A 类和 B 类两种，B 类的表决权是 A 类 10 倍。从理论上讲，只要李彦宏等创始人大股东持 B 类股在 11.3% 以上，即可获得对公司的绝对控制权。DFJ (Draper Fisher Jurvetson Planet) 作为最大机构投资者持股为 25.3%，Integrity Partners 持股为 9.6%，Peninsula Capital Fund 持股为 9.1%，IDG 持股为 4.1%。2010 年 5 月 13 日，百度在纳斯达克股票市场正式按照 10:1 比例执行拆股计划。根据 2012 年 9 月 6 日递交的 2011 年年报 20F 文件，李彦宏持股 5580928 股，持股比例降至 16%。DFJ (Draper Fisher Jurvetson Planet) 作为最大机构投资者持股为 16.9%。根据百度 2012 年年报，李彦宏持股比例变为 15.98%，其妻子马东敏持股 4.8%。虽然李彦宏和马东敏持股比例合计为 20.78%，少于德丰杰，不过美国股市允许“AB 股”的双重架构，通过该模式李彦宏和马东敏的投票权高达 68.17%，稳稳地掌握了公司控制权。

12.2.2 爱奇艺

爱奇艺，原名奇艺，百度旗下的独立视频公司。于 2010 年 4 月 22 日正式上线，2011 年 11 月 26 日品牌升级，启动“爱奇艺”品牌并推出全新标志。爱奇艺创始人龚宇博士担任 CEO。自成立伊始，爱奇艺秉承“悦享品质”的公司理念，以“用户体验”为使命，通过持续不断的技术投入、产品创新，为用户提供清晰、流畅、界面友好的观映体验。截止到 2015 年 7 月，爱奇艺已成功构建了包含电商、游戏、电影票等业务，连接人与服务的视频商业生态，引领视频网站商业模式的多元化发展。

爱奇艺品质、青春、时尚的品牌调性深入人心，网罗了中国最广大的年轻用户群体。爱奇艺打造涵盖电影、电视剧、综艺、动漫在内的十余种类型的中国最大正版视频内容库，并通过“爱奇艺出品”战略的持续推动，让“纯网内容”进入真正意义上的全类别、

高品质时代。同时，作为中国付费用户规模最大的视频网站，爱奇艺倡导“轻奢新主义”的VIP会员理念，主张人们对高品质生活细节的追求，坚持为广大VIP会员提供专属的海量精品内容，极致的视听体验，以及独有的线下会员服务。

2014年，爱奇艺在全球范围内率先建立起首个基于搜索和视频数据理解人类行为的视频大脑——爱奇艺大脑，用大数据指导内容的制作、生产、运营、消费，并通过强大的云计算能力，以及领先行业的带宽储备，和全球最庞大的视频分发网络，为用户提供更好的视频服务。在技术与内容双核驱动的新体验营销时代，爱奇艺创造性地提出了“iJOY悦享营销”客户服务价值观和方法论。通过多屏触点、创意内容、技术优化、互动参与、实现购买等路径全面提升ROI，让客户享受到创新营销带来的成功与快乐。

未来，爱奇艺将在多元化的内容储备、个性化的产品体验、定制化营销服务领域继续发力，引领视频体验革命。不断提升连接人与服务的能力，更好的改变人们的生活。

1. LOGO理念

爱奇艺标志设计理念为“爱奇艺，屏生活”，以“屏”为核心视觉元素，基于“屏”无处不在的发展趋势，充分体现多屏合一和网络视频的互动特性。跳出播放键的具象表达，彰显奇艺旨为全屏时代领导者的意图。

全屏时代，媒体与用户绝非简单传受关系，而是真正尊重用户所需，给予用户自主选择与话语权利，基于互动、沟通、关爱基础上的信息内容服务。

“爱”，是“关爱”，是洞悉用户所需，让用户悦享品质视频及服务的使命体现；

“爱”，是“喜爱”，期待以产品、内容、服务赢得用户，建立用户认同品牌；

对I的放大，充分体现对个体用户（I）的尊重，互动特性（Interaction）及革新精神（Innovation）。

2. 品牌理念

爱奇艺品牌理念为“悦享品质”，英文：“Always Fun, Always Fine”。

“悦享品质”四个字准确表达了爱奇艺高度追求品质的经营理念。作为国内首家倾公司之全力来做正版高清视频播放平台的爱奇艺，将从流畅的观映体验、高清的视觉效果、贴心的分享感受等多个方面将“品质”做到极致，满足用户“悦享品质”的生活追求。

这一品牌理念的推出，体现出爱奇艺对用户和广告客户双方的高度重视，意味着在视频行业中，无论是用户需求还是客户需求，都将从更高的品质层面上被满足。对用户而言，初级的“视频浏览”阶段将为“视频欣赏”阶段所替代，对客户而言，基于庞大的“悦享品质”的用户，爱奇艺将会创建高品质的视频营销平台，视频广告的投放精准度有望全面提升，营销价值得以在视频网站上最大化呈现。

网络视频在中国的发展脚步很快，可资改进的用户体验和有待满足的营销需求还有很多。任何想要有所成就的公司，都必须对用户保持由始至终的关注与尊重，进而持续不断的提升广告主的营销价值。爱奇艺为此将全力以赴，以确保用户和广告主能够真正地“悦享品质”。

12.2.3 PPS

上海众源网络有限公司，即PPS网络电视（全称PPStream）2005年10月成立于上海，注册资本金200万。公司致力于网络传输技术开发，拥有日前国内领先的基于P2P的



流媒体传输技术。公司所开发的 PPStream 产品由于采用完全的 P2P 技术（类似 BT 的原理），支持大量用户同时在线观看视频节目，能够在线观看电影、电视剧、体育直播、游戏竞技、动漫、综艺、新闻、财经资讯等。PPS 网络电视完全免费，无需注册，下载即可使用；播放流畅，P2P 传输，越多人看越流畅，是广受网友推崇的上网装机必备软件，全球第一家集 P2P 直播点播于一身的网络电视软件，解决了传统网络电视用户难以获得流畅观看的瓶颈，据艾媒 ivideotracker 报告显示，2012 年 8 月，PPS 网络电视的覆盖人数突破 1 亿，占行业整体的 1/3。2013 年 3 月 6 日 PPS 设爱频道事业部，高清和移动是 2013 战略重点。

PPS 视频客户端凭借先发优势在三四线城市装机量很大。据公开数据显示，PPS 移动端用户突破 1000 万，在艾瑞检测下载量排名第一。PPS 影音在 iOS、android 手机和 android 平板终端上的用户总数突破 1 000 万，占据市场三成份额。PPS 影音在 android 手机平台下载量超过 3000 万，平板平台下载量为 320 万，iOS 平台下载量超过 3 700 万。据艾瑞发布的《2012 年 8 月移动应用商店监测报告》，PPS 名列 Google Play 中国区娱乐免费排行榜上排名第一。PPS 此前曾宣称累计客户端装机量达到 5 亿元，月度活跃一个多亿。另有数据显示，2012 年 10 月，PPS 在移动端的装机量破 1 000 万，占行业三分之一，移动市场浏览量预计占总浏览量 25%~30%，年增长量在 70%~150% 左右。

12.2.4 并购过程



爱奇艺是百度和普罗维登斯资本的合资公司，在成立时曾获得后者 5 000 万美元投资。2012 年 8 月和 2011 年 11 月，百度以 4 500 万美元认购了爱奇艺 39.13% 可转换、可赎回 B 级优先股，并以将来为爱奇艺提供在线营销服务的形式获得了额外的普通股。认购完成后，百度持有爱奇艺 59.92% 股份。11 月 2 日，百度与美国私募股权投资基金普罗维登斯资本（Providence Equity Partners）签署协议。根据该协议，百度购买普罗维登斯资本所持的爱奇艺（iQiyi.com）股份，百度自此拥有爱奇艺绝对控股权，爱奇艺相当于百度的全资控股子公司。

2013 年 5 月 7 日，百度宣布以 3.7 亿美金收购 PPS 视频业务全部股份，并将 PPS 视频业务与爱奇艺进行合并。合并完成后，爱奇艺创始人、CEO 龚宇将出任新爱奇艺公司 CEO，负责新公司的统一管理。PPS 创始人张洪禹、徐伟峰任联席总裁，继续负责 PPS 相关业务及新公司的新业务拓展。同时，PPS 将作为爱奇艺的子品牌继续保留，这笔重量级交易也意味着行业老大优酷上豆迎来了最强有力的竞争对手；合并后的新爱奇艺无论是年营收、活跃用户都稳居行业次席，移动端安装量甚至已超过优酷土豆。

2013 年 10 月 16 日，爱奇艺公司宣布爱奇艺与 PPS 整合的基础工作完成，两大品牌全面升级，并发布了升级后新品牌 LOGO，从“在一起，更好看”转变为“开启全新视界”，同时两个子品牌也有了更明确的分工。具体来看，爱奇艺从以影视内容为主的长视频平台重新定位于综合性的新主流视频媒体，PPS 则从长视频在线点播工具重新定位于视频娱乐平台和游戏娱乐平台。

【拓展视频】

百度此次收购 PPS，仅收购视频业务，而不包括其他业务；PPS 业务包括前向收费业务（视频广告），也包括后向收费业务（游戏业务），此轮收购仅包括前向收费业务，游戏业务会与合并后的新公司展开合作。



龚宇表示,在爱奇艺收购PPS完成后,双方将有30天整合时间。整合重点在于“人”的管理。由于双方的人员重合度只有10%,因此不会出现大批裁员现象。据了解,目前爱奇艺和PPS双方各有超过1000名员工。对于30天整合完成目标,龚宇表示,“双方的合并不出现大的人员调整,能够人员稳定就算是整合完成了。其中人是最重要的指标。”至于上市,爱奇艺收购PPS视频业务后,PPS的创始人及投资人在视频方面全部套现退出,未来30天内双方将组成新的公司。新公司没有上市计划,也没有明确上市时间表。龚宇表示,虽然新公司没有上市计划,但合并后的新公司将为新的团队做足够大的期权池来作为奖励。

12.3 案例分析

12.3.1 并购动机

龚宇接受采访时表示:“两家公司合并后,能在三个方面实现资源优化,一是规模效应,流量增值;二是产业链控制力,对上游议价(版权方),下游(广告主)都有议价权;三是移动视频发力,PPS在客户端用户量达1.5亿。”龚宇还认为此一并购对行业有好处,一是降低版权价格战的惨烈,二是有利于整体行业赢利。具体来看,爱奇艺并购PPS可分为以下几个动机。

1. 保持竞争地位,化解边缘化危机

PPS此前一共进行了四轮融资,2005年12月,获取创业源首轮100万美元;2007年3月,联创策源和启明创投提供1000万美元第二轮融资;2008年,LB投资公司领投,联创策源和启明创投跟投,共2000万美元;2011年10月,资方之一电讯盈科购入PPS约为2864.09万美元股份。一方面,PPS如果要继续扩大市场份额就要持续“烧钱”,另一方面,PPS要实现独立上市的目标也很艰难。对于急于退出的投资方来说,出售PPS或已是最佳选择。经历了四轮融资的PPS,创始团队的股权已经被充分稀释,且不占有控股权。高管团队的股份不到10%。2011年初,PPS曾试图启动上市。但彼时中概股表现低迷,已经上市的优酷并没有给海外投资人对中国视频公司的故事抱有太多想象。上市未果后,中概股彻底迎来窗口期,在失去“概念”和“故事”的美国资本市场,视频股给投资人带来的是可预期的成长“大天花板”。部分上市企业因财务造假而引发的信任危机,致使做空机构频繁做空中概股,让一些排队上市的中国互联网公司上市计划搁浅。包括迅雷、盛大文学、易传媒在内的多家国内互联网公司上市计划搁浅。上市无论对于投资人还是企业家来说,都是最好的回报方式之一,对企业的品牌和形象也有了更好的提升。一旦计划上市失败,投资人就会退而求其次地选择并购退出。

2. 消耗广告库存,提升营业收入

爱奇艺从一开始就坚持做正版内容,主要普及于一二线城市,且网页流量巨大,PPS广告客户针对的主要是年轻人,爱奇艺的广告客户针对的是城市白领更多一些。PPS流量很大,有助于帮助爱奇艺消耗广告库存。视频网站普遍广告消耗不出去,即太多客户要求定向投放,如联合利华只投北上广,其他客户也只要求北上广。由于视频网站按照CPM



卖广告,这导致视频网站一线城市流量吃紧、广告库存不足。PPS流量变现手段相对丰富,其营收主要包括广告收入和用户付费两部分,其中广告收入占三分之二,游戏付费为主的付费收入占三分之一,后者去年收入预计在两亿以上。PPS整合后可帮助爱奇艺消耗全国投放客户,并快速提升新公司的收入。爱奇艺的CDN建设和PPS的P2P技术能实现有效互补。爱奇艺2012年营收规模约为8亿,PPS营收约5亿,双方合并后的爱奇艺将成为国内第二大视频网站,仅次于优酷土豆集团。爱奇艺和PPS具有高度互补性。网页端和客户端的融合,客户端的装机量相加,新品牌和老品牌的互补。爱奇艺主要覆盖一二线城市,PPS则以三四线城市为主,这有利于提升爱奇艺用户类型覆盖,根据艾瑞数据显示,爱奇艺和PPS的月度用户(网页客户端)重合度为27.31%,相比之下,优酷和土豆在网页端的月度用户重合度是47.17%。双方的广告客户也有明显区隔,这使其有可能避免优酷和土豆合并后所遭遇到的整合难题。PPS在P2P技术方面的优势,可有效帮助爱奇艺降低带宽成本。管理层的重新组合优化也是其中一个重要方面,PPS的部分管理层可能会主要进驻爱奇艺。针对于行业各家在2013年准备争抢的移动客户端,并购之后的装机量更是有明显优势。

3. 增加市场份额,提升市场竞争地位

优酷土豆通过合并之后已经稳固了视频行业老大的地位,短时间内从营收上超越很难。对于爱奇艺和PPS而言,既有腾讯、搜狐等门户系视频网站,他们拥有流量、资金及内部资源联动优势,视频作为公司旗下主要业务获得了大量支持;又有PPTV携软银2.5亿美元融资,乐视网携电视剧版权及互联网电视概念来追赶,可谓腹背受敌。在行业竞争不断加剧的大背景下,PPS和爱奇艺正身处视频行业剧烈变化的时代,对外竞争格局复杂,行业排名朝夕更迭,不进则退,而对于两家企业自身而言,外患之外更有内忧。而爱奇艺和PPS在PC端用户拥有的较强互补性,有利于并购后迅速增加市场份额。

4. 寻求优势互补,形成协同效应

数据显示,在PC互联网上,PPS累计客户端装机量已经达到5亿,月度活跃一个多亿;在移动端,PPS在iPad以及iPhone平台中下载量分别位居第三位和第一位。另有数据显示,2012年10月,PPS在移动端的装机量突破1000万,占行业三分之一,移动市场浏览量预计占总浏览量25%~30%。而且年增长率在70%~150%左右。收购PPS,无疑将扩大爱奇艺在移动客户端和PC端方面的优势。

II.264编码技术的实战经验以及多年的技术实力优势,让PPS对于H.265技术开发使用信心十足,仅用了半年的时间就成功开发支持H.265技术的客户端并于2013年4月正式发布。PPS也由此成为国内首家自主研发支持H.265技术的视频公司,实现在线视频1080P画质。

对于视频企业而言,版权购买、带宽费用等是其主要成本。H.265技术最大的优势和特点是能够实现带宽减半、清晰度翻倍的效果,这样企业带宽成本可减少一半,该技术也势必会成为未来的趋势。目前,PPS已经发布了支持H.265技术的“PPS影音”客户端,并以“臻高清”命名成为独立品牌,代表的是PPS力求为用户提供全网最极致画质的决心和信心。新推出的支持H.265技术,爱奇艺也将同步使用到。通过该技术,在带宽和观映体验上会超越竞争对手很多。

12.3.2 并购结果



1. 规模效应利于行业正向发展

此前，业内将爱奇艺、腾讯视频以及搜狐视频划为门户富二代集团，而【拓展知识】PPTV与PPS则领衔客户端阵营，然而这一格局的实力平衡在爱奇艺与PPS合并后遭到打破，通过整合PPS在移动端以及桌面客户端市场的用户资源，新生的爱奇艺在规模上拥有绝对的领先优势。

随着网络视频领域洗牌加剧，日后视频网站势必将进入内容细分化时代，各家用户群体与内容倾向将相互划分，爱奇艺在收购PPS后凭借爱频道的运营拥有发力UGC的团队与底蕴，无疑将走向大而全的发展路线；但与此同时，视频诸强持续强化各自现有领域的针对性与专业性，在各自的细分市场仍然将占据一席之地。此外，在被爱奇艺并购后，PPS将走向正版化道路，同时提升视频网站对于版权方以及广告主的议价能力，对于日后行业的发展无疑颇具正向推动作用。

2. 优酷土豆触礁

与视频诸强不同，优酷土豆则受到爱奇艺与PPS整合的冲击较大。无论优酷时期抑或优酷整合，占水师均以视频行业第一规模为口号吸引广告主以及投资人的目光，在未掌握移动视频船票的当下，这已成为优酷土豆攻坚的最佳利器。然而，爱奇艺与PPS合并各自业务架构方面而言更加科学，且双方各自在移动终端市场的份额合并已使其成为移动视频领域的龙头大哥，这意味着优酷土豆已失去规模第一的头衔。

此外，在资本层面上，爱奇艺、搜狐视频以及腾讯视频背后均有巨头撑腰，在盈利方面并无短期需求。而优酷土豆自合并后亏损不降反升，下一轮融资已悄然写入日程之上，但失去规模效应作为后盾无疑对其估值造成影响，并在一定程度上使投资人提供更多元化的选择。

艾瑞IUT今年3月数据显示，在PC端公司资产排名中（含网站和软件端），爱奇艺和PPS月度总有效浏览时间超过12亿小时，高于第二位22%。艾瑞MUT今年3月数据同时显示，在移动终端APP排名中，爱奇艺和PPS月度有效使用时间达1.33亿小时，高于第二位106%。

12.3.3 并购启示

行业集中度继续提高，集团化发展，经济价值向行业领先者聚集，从而实现规模效应。规模化将带给优酷土豆和爱奇艺公司更多的广告预算配额，并且在广告售卖时拥有更多的定价权和提价能力。

成本结构上，花同样的价钱买一部影视剧，在用户覆盖、流量不同的平台播放，产生的经济效益差别巨大。媒体品牌价值越大，用户量、流量越高，同一部剧在该平台的播放次数就相对要多，生成的广告位则越多，所带来的经济效益也越可观。此外，行业集中度高了，生存下来的少数视频网站间的竞争也将相对有序化，特别是在版权采购环节将更为理性，从而抑制上游无限度涨价，使得内容成本相对可控。带宽成本方面，PPS在技术和研发能力上领先，这将与爱奇艺形成互补，节约带宽成本、提升观看体验。



优酷+土豆、爱奇艺+PPS，两起并购分别在不同的层面产生协同性，优酷土豆合并几乎不给对手留下UGC做大的机会，巩固了综合类视频网站老大的地位，爱奇艺整合PPS，在产品多元化和技术创新层面难以超越。

【拓展知识】

未来视频行业将继续竞争洗牌，朝“多寡头”方向发展，但千万别忘了，视频网站，是个垄断不了的市场，因此行业集中度越高，领先的几家都将受益、都是赢家；而先下手的优上和爱奇艺，则为集团未来壮大赢得了更多思考和整合的时间，为未来寡头间的竞争准备弹药。

练 习 题

1. 爱奇艺并购 PPS 有何启示？
2. 爱奇艺为何选择 PPS？
3. 爱奇艺和 PPS 整合过程中面临哪些风险？



【拓展案例】

第 13 章

中集集团股权激励计划

教学目的

通过对本案例的学习,学生应了解我国企业股权激励计划的制度背景、发展历程,理解企业股票期权激励计划草案公告时点的机会主义选择、信息披露和盈余管理机会主义择机,掌握上市公司股票期权激励计划推出前后的机会主义择时行为。

13.1 背景知识

13.1.1 股票期权的概念

股票的期权交易是 20 世纪 70 年代才发展起来的一种新的股票交易方式,在美国的普遍使用是在 20 世纪 90 年代初期。股票期权一般是指经理股票期权(Employee Stock Owner, ESO),即企业在与经理人签订合同时,授予经理人未来以签订合同时约定的价格购买一定数量公司普通股的选择权,经理人有权在一定时期后出售这些股票,获得股票市价和行权价之间的差价,但在合同期内,期权不可转让,也不能得到股息。在这种情况下,经理人的个人利益就同公司股价表现紧密地联系起来。股票期权制度是上市公司的股东以股票期权方式来激励公司经理人员实现预定经营目标的一套制度。

所谓股票期权计划,就是公司给予其经营者在一定的期限内按照某个既定的价格购买一定公司股票的权利。公司给予其经营者的既不是现金报酬,也不是股票本身,而是一种权利,经营者可以以某种优惠条件购买公司股票。

股票期权是应用最广泛的前瞻性的激励机制,只有当公司的市场价值上升的时候,享有股票期权的人方能得益,股票期权使雇员认识到自己的工作表现直接影响到股票的价值,从而与自己的利益直接挂钩。这也是一种风险与机会并存的激励机制,对于准备上市的公司来说,这种方式最具激励作用,因为公司上市的那一天就是员工得到报酬的时候。比如一家新公司创建的时候,某员工得到股票期权 1 000 股,当时只是一张空头支票,但如果公司发展良好,在一两年内成功上市,假定原始股每股 10 美元,那位员工就得到 1 万美元的报酬。根据最优契约理论,股票期权激励是协调股东与公司管理层之间代理



冲突的一项有效制度安排,然而,管理层权力理论指出,在相关公司治理机制不健全的情况下,股票期权激励也可能会沦为代理问题的来源,成为管理层攫取个人私利的手段。行权价格是股东与公司管理层之间股票期权激励契约的基本要素,其高低直接影响管理层通过股票期权激励所获得的预期收益,在其他条件既定的情况下,推出股票期权激励计划时所设定的行权价格越低,管理层通过股票期权激励所获得的预期收益就越高。美国的经验证据表明,为了最大化自己的股票期权价值,公司管理层会通过股票期权授予时点的机会主义选择,或围绕股票期权授予的价值相关信息披露的机会主义择时来影响行权价格的设定;甚至,更直接地,通过股票期权授予日的事后回溯或事后前签,来获得一个较低的行权价格。根据股票期权激励的设计原理,管理层应该被激励通过努力工作最大化公司未来股价,来实现股票期权激励的预期收益,而不是,在推出股票期权激励计划时,通过机会主义择时从而最小化行权价格,来谋取股票期权激励的预期收益。很显然,通过机会主义择时从而最小化行权价格,来谋取股票期权激励的预期收益,会降低管理层的激励程度,削弱股票期权激励效果,甚至使得股权激励机制沦为管理层汲取公司利益的工具。在美国,行权价格是根据股票期权授予日的股价确定的。与美国不同的是,根据2006年出台的《上市公司股权激励管理办法》和《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,我国上市公司股票期权激励契约中的行权价格确定,应该不低于下列价格的较高者:股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价与前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。这种行权价格定价方法的规定是否也会诱发我国上市公司管理层为了获得一个较低行权价格而实施机会主义择时行为?这些机会主义择时行为如何在股票期权激励计划不同时间节点被运用或组合运用?国内相关研究主要关注股权激励与经营层信息披露策略选择和信息披露问题的理论性分析,或者只从整体角度为股权激励机会主义择时提供了基于大样本的初步经验证据,对上述问题缺少进一步深入的实证性研究,特别是,对不同的机会主义择时行为如何在不同时间节点被运用或被组合运用,没有基于直接经验证据的系统而全面的认识。

13.1.2 股票期权的种类

美国会计原则委员会第25号《意见书》将股票期权可以按照其计划条款的不同,分为典型的期权、不确定的期权、涉及次级股票的期权、股票增值权以及混合与可选择的期权5种类型。凡是在授权日就明确行权价和股票数量的,属于典型的期权;凡是在授权日尚不明确行权价或股票数量,或两者都不明确的,则为不确定的期权;凡经营者具有将一定的次级股票交换成普通股股票权利的,就是涉及次级股票的期权;凡规定经营者只能享受授权日的股价总额与行权价总额之间增值额的,即为股票增值权;而混合与可选择的股票期权,是指经营者通常可以在企业提供的多种权利中选择一种,各种权利一般会同时存在或存续的期间不同。

股票期权还可分为限制性股票期权、合格的股票期权、不合格的股票期权和激励性股票期权四种类型。限制性股票期权一般是公司以奖励的形式直接向经营者赠送股份,而经营者并不需要向公司支付什么,其限制条件在于当行权者在奖励规定的时限到期前离开公司,公司将会收回这些奖励股份。合格的股票期权一般享有税收方面的优惠,当行权者以低于市场价的价格购买公司股票时,他不需要对差价部分所享有的利益交税;当行权者出

售股票时,他所获取的“超额利润”(购买价与市场价之差加上因股票升值所获利之和)只需按长期资本收益交税,而在欧美这种税率最高不超过20%。不合格的股票期权与合格的股票期权的区别在于,它要对购买价与市场价之差的部分在当期按当时税率缴纳所得税。激励性股票期权是为了向经营者提供激励,其形式不仅有着多样性,而且支付和行权方式也因企业不同而不同。但它一般具有税收优惠的特点,从而与合格的股票期权有某些相似性。

13.1.3 行权价格

行权价格是管理层股票期权激励契约的基本要素,其高低直接影响管理层通过股票期权激励所获得的预期收益。根据2006年的《上市公司股权激励管理办法(试行)》和《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,我国上市公司推出的股权激励计划中所设定的行权价格(或授予价格)不应低于下列价格较高者:(1)股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价;(2)股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。很显然,公司管理层可以通过股票期权激励计划草案推出时点的机会主义选择,或围绕股票期权激励计划草案推出的相关信息披露的机会主义择时等方法影响行权价格,以最大化自己的股票期权价值。例如,管理层可以在公司股价处于较低水平时或预期公司股价上涨之前推出股权激励计划草案,这样可以获得一个较低的行权价格,从而“不费力气”地增加自己所获授的股票期权激励预期价值。不过,这种机会主义择时方法需要管理层具有较强的股价走势的预测能力,而且相对比较被动。管理层可以采用另外一种更为主动并且可能更为“有效”的影响行权价格的方法,即围绕股票期权激励计划草案推出择时披露相关信息,进而影响公司股价。具体而言,管理层可以通过在推出股票期权激励计划草案前提前披露坏消息、延迟披露好消息,或实施向下盈余管理等方式来影响和操纵投资者对公司股价的预期,从而达到影响股价的目的。

13.1.4 股票期权激励计划



股票期权激励计划即以股票作为手段对经营者进行激励。股权激励的理论依据是股东价值最大化和所有权、经营权的分离。股东为达到所持股权价值的最大化,在所有权和经营权分离的现代企业制度下,实行的股权激励。公司董事会在股东大会的授权下,代表股东与以经营者为首的激励对象签订协议,当激励对象完成一定的业绩目标或因为业绩增长、公司股价有一定程度上涨,公司以一定优惠的价格授予激励对象股票或授予其一定价格在有效期内购买公司股票,从而使其获得一定利益,促进激励对象为股东利益最大化。

原《公司法》第一百四十九条规定,公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外;再加上证监会对发行股份要求比较严格,因此,中国一直缺乏实行股权激励的法律、政策环境。2005年以来,为配合股权分置改革,证监会推出了《上市公司股权激励管理办法(试行)》,并且2005年新修订的《公司法》规定,公司在减少公司注册资本、将股份奖励给本公司职工等情况下可以收购公司股份,这为公司进行股权激励提供了政策、法律环境。截至2008年年底,30余家上市公司股权激励方案获批。



如果从股票的来源区分,股权激励方案可分为股东转让股票和上市公司向激励对象定向发行股票,定向发行股票又分为股票期权和限制性股票。另外,还有一种以虚拟股票为标准的股权激励方式,称为股票增值权。

股票期权是上市公司给予激励对象在一定期限内以事先约定的价格购买公司普通股的权利。限制性股票指上市公司按照预先确定的条件授予激励对象一定数量的本公司股票,激励对象只有在工作年限或业绩目标符合股权激励计划规定条件的,才可出售限制性股票并从中获益。

截至2008年年底,根据统计的32家上市公司的股权激励方案,实施股东转让股票的有7家,如中信证券等;实施限制性股票的有6家,如万科等;实施股票期权的有15家,如伊利股份等;实施复合型的有4家,如永新股份等。复合是指限制性股票和期权相结合、股票增值权和期权相结合、股东转让股票和期权相结合。

(1) 限制性股票。

限制性股票如按股票来源细分,即提供给激励对象的股票是通过计提奖励基金从二级市场回购,或是向激励对象定向发行的股票,又可分为:计提奖励基金回购型、授予新股型(定向发行)。

① 计提奖励基金回购型限制性股票。公司业绩达到股权激励计划约定的奖励基金提取条件后,公司提取奖励基金,从二级市场购买本公司股票,再等到符合股票授予的条件时(如业绩或股价),公司将回购的股票无偿赠予激励对象。

② 授予新股的限制性股票。当公司业绩满足股权激励计划条件,授予激励对象一定数量的公司股票的前提是,激励对象按照一定的价格(授予价格)购买公司股票,该价格一般比确定价格的市价要低。

(2) 股票增值权。

股票增值权是指公司授予激励对象的一种权利,如果公司股价上升,激励对象可通过行权获得相应数量的股价升值收益,激励对象不用为行权付出现金,行权后获得现金或等值的公司股票。股票期权实质上是一种选择权,即被授予者享有的在未来规定的若干年内(行权期)按授予时(授予期)规定的价格(行权价)和数量(额度)自由购买公司股票(行权)的权利,这个权利被授予者可以使用,也可以放弃。

(3) 特点与区别。

作为股权激励工具中的两个重要分支,股票期权和股票增值权既有着很多共同的特点,同时也有着本质的区别。如同硬币的两面,二者是独立客观存在的,不存在包含的关系。

① 特点。

a. 股票期权和股票增值权都是期权金融工具在企业激励中的应用,他们共同赋予激励对象一种未来的风险收益获取的权利,当市场价格高于激励对象的行权价格时,激励对象可以行权获得收益。否则,激励对象可以放弃行权,避免损失。

b. 股票期权和股票增值权共同的获利原理均是二级市场股价和企业授予激励对象期权时约定的行权价格之间的差价。

c. 在可以实现的激励目标上,二者有很大的共同点,都具有很好的长期性和激励性,但约束性会偏弱一些。

② 区别。

a. 股票期权和股票增值权区别主要在于激励标的物的选择。股票期权的标的物是企业的股票，激励对象在行权后可以获得完整的股东权益。而股票增值权是一种虚拟股权工具，激励标的物仅仅是二级市场股价和激励对象行权价格之间的差价的升值收益，并不能获取企业的股票。

b. 激励对象收益来源不同。股票期权采用“企业请客，市场买单”的方式，激励对象获得的收益由市场进行支付，而股票增值权采用“企业请客，企业买单”的方式，激励对象的收益由企业用现金进行支付，其实质是企业奖金的延期支付。

13.1.5 股票期权激励计划行为

1. 股权激励计划过程中的盈余管理行为

Qiang Cheng 的研究发现，如果公司当期产生了较高的利润，管理层可能会将盈余平摊到以后期间，即通过在当期进行向下的盈余管理增加以后期间的盈余，其目的就是防止公司未来出现利润大幅下跌，业绩无法满足激励方案中的条件，导致自身无法行权。B. Natasha 等发现，CEO 的期权收益占其薪酬的比重越大，公司盈余信息就越容易出现错报。B. Daniel 等发现，一旦公司实施了股权激励计划，就可能会引起企业盈余的操纵，两者之间有显著的关联。

在国内，苏冬蔚等的研究发现，管理层在出现盈余管理行为之后，行权的几率增大，行权之前，公司的经营成果会有提升。马会超等通过分析得出结论：实施股权激励计划之后，公司当期的应计利润在公司股价的变动中起到了较大作用，说明管理层可能操纵了公司的盈余，消极地影响了股票价格，以增大获取的利益。肖淑芳等的研究发现，股权激励草案公布前几个季度，公司的盈余情况是往下走的；而在草案公布之后，公司的盈余情况是往上升的，出现了明显的反转。

2. 股权激励计划过程中的择时信息披露行为

Y. David 通过分析发现，在股票期权授予之前，公司通常会发布有利的信息公告。从公司的股价走势来看，期权授予时间点的股票价格都是有利于管理层的。因此，管理层可能控制了相关信息的发布时间，以此来影响股价，增大个人利益。A. David 发现，管理层通常会在股票期权草案公布日前提前发布坏消息，以此来影响市场和投资者的预期，操纵股价，因此，管理层有动机通过机会主义信息披露的择时，增大自身利益。B. Daniel 等的分析发现，高级管理层持有的股票期权的数量越多，占其收入总额的比重越大，就越容易出现盈余管理行为。

在国内，卢宇文等发现，股权激励计划可能会引发激励对象对信息披露的控制。杨慧辉等的分析表明，管理层可以使用手中的权利控制公司的信息发布，使股价的走势情况符合自身的利益需求，增大行权给自身带来的经济利益。田存志等的分析表明，股权激励可以提升相关人员的工作效率和积极性，有助于公司的长远发展，符合股东的利益需求。

3. 股权激励计划过程中的机会主义择时行为

Y. David 的研究表明，公司在给予激励对象股票期权之前，累计超额收益为显著的负

值,授予日的股价相对较低。A. David 的研究发现,股权激励计划方案披露的前一个月,公司的累计超额收益为负值,而在方案披露的后一个月,公司的累计超额收益为正值,并且较为显著,这说明了管理层会有意识地选择股票价格较低的时点来推出股权激励计划。



13.2 案例介绍

【拓展案例】

13.2.1 中集集团的基本情况

中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司(简称:中集集团),是世界领先的物流装备和能源装备供应商,总部位于中国深圳。公司致力于如下主要的业务领域:集装箱、道路运输车辆、能源和化工装备、海洋工程、物流服务、空港设备等,提供高品质与可信赖的装备和服务。支持这些业务蓬勃发展的有:提供专业资金管理的财务公司,以及融资服务的融资租赁公司。就市场占有率而言,中集有 10 多个产品持续多年保持全球第一。作为一家为全球市场服务的跨国经营集团,中集在亚洲、北美、欧洲、澳洲等地区拥有 200 余家成员企业,客户和销售网络分布在全球 100 多个国家和地区。2013 年,6.4 万优秀的中集员工,创造了 578.7 亿元的销售业绩,净利润 21.1 亿元。

中集集团于 1980 年 1 月创立于深圳,由招商局与丹麦宝隆洋行合资成立,初期由宝隆洋行派员管理。1994 年公司在深圳证券交易所上市,目前主要股东为中远集团和招商局集团,是国有控股的公众上市公司。诞生时即深深植入的国际化基因,出类拔萃的公司治理结构,长期以来对于技术创新和管理效率的不懈追求,使得中集快速成长为在全球多个行业具有领先地位的企业。

中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司近日公布的 2015 年年度业绩报告显示,2015 年,集团实现营业收入人民币 586.86 亿元,净利润为 19.74 亿元。中集集团集装箱业务在全球集装箱市场占有率稳中有升。报告期内,中集集团集装箱产销量仍保持全球行业第一。集装箱业务实现净利润人民币 9.96 亿元,同比上升 40.21%。净利润增长主要来源于冷藏集装箱业务的快速增长。

1. 控股股东结构

根据中集集团 2009 年度报告有关公司与其实际控制人之间产权和控制关系的信息披露,可以知道,中集集团的最终控制人是国务院国有资产监督管理委员会,国务院国资委通过招商局国际(中集)投资有限公司拥有中集集团 24.82% 的股权,通过 COSCO Container Industries Limited 控股中集集团 21.80% 的股权,另外,通过 Long Honour Investments Limited 拥有中集集团 0.95% 的股权,中集集团国有股权比例合计 47.57%。除上述三个国有股东以外的其余七大股东持股比例合计为 6.83%。可见,中集集团在产权性质上属于国有控股上市公司。不过,与典型的国有控股上市公司不同的是,中集集团的国有控股股东不是唯一的,有两个持股比例相当的国有控股股东,即招商局集团有限公司和中国远洋运输(集团)总公司。这使得中集集团的股权结构比较特殊,既存在国有股“一股独大”又存在国有股权相对分散的情形。国有股“一股独大”使得非国有股东难以发挥治理作用,导致更严重的所有者缺位问题;国有股权相对分散会形成“多头监管”而又“都

不监管”问题，从而加剧内部人控制问题（如图13.1所示）。

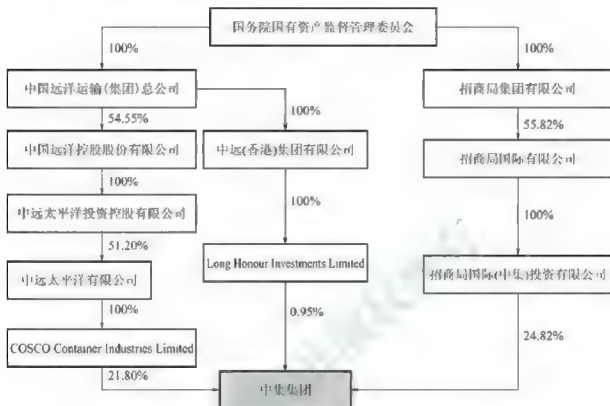


图 13.1 实际控制人与公司之间的产权和控制关系

2. 经营情况

中集集团于1994年在深圳证券交易所上市，所属的行业是金属制品业，主要从事集装箱、能源、化工及液态食品装备、海洋工程装备、空港设备的制造及服务业务。除此之外，在物流装备制造和服务、房地产开发、金融等业务方面也有所涉及，目前已形成一个专注于物流及能源行业的关键装备及解决方案的产业集群。截至2009年年末总资产规模达373.583 83亿元，2009年度营业收入204.755 07亿元，营业收入中来自道路运输车辆业务的占比最多，达52%；其次是集装箱业务，占比26%；第三位是能源、化工及食品装备业务，占比17%。可见，传统的集装箱业务已经不再是中集集团的主营业务，道路运输车辆业务成为中集集团经营的半壁江山（如图13.2所示）。

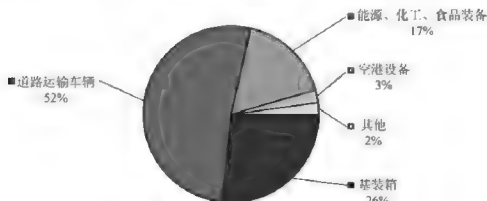


图 13.2 中集集团 2009 年营业收入的业务构成



13.2.2 股权激励方案

中集集团于2008年5月9日首次推出《股票期权激励计划(草案)》,但在2008年10月30日终止了该激励计划。2009年12月30日,中集集团再次公告了《股票期权激励计划(草案)》。2010年9月1日,第六届董事会2010年度第五次会议,审议通过了《关于修改〈股票期权激励计划(草案)〉的议案》,对原激励计划进行了修订。经中国证券监督管理委员会审核无异议后,2010年9月17日,2010年度第一次临时股东大会审议通过并批准了《股票期权激励计划(草案)》(修订稿)。根据2010年9月3日发布的更正后的《股票期权激励计划(草案)》(修订稿)可知,本次激励计划授予的对象一共有187人,包括公司执行董事(不包括外部董事、独立董事)、高级管理人员以及其他核心技术(业务)、人员覆盖范围较广。此次激励计划拟向激励对象授予6000万份股票期权,其中10%作为预留期权。也就是说,首次授予的股票期权有5400万份,剩下的600万份为预留期权。其中,在首次授予的5400份股票期权中,该公司的董事兼总裁友伯良获授380万份股票期权,占本计划期权总量的6.33%,是激励对象中被授予份额最多的。激励计划的股票来源为中集集团向激励对象定向发行的6000万股中集集团股票。本次激励计划的行权价格为12.51元,本期股票期权激励计划的有效期为自股票期权首次授权日起十年。所授予的股票期权自股票期权授权日满两年后,在满足行权条件的前提下,激励对象可对获授的股票期权分两期行权(见表13-1)。

表 13-1 中集集团股票期权激励计划公告与实施情况

公告日期	相关公告内容
2008年5月9日	第五届董事会2008年度第五次会议审议通过了《中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司股票期权激励计划(草案)》
2008年10月30日	2008年10月17日第五届董事会2008年度第十四次会议决定,终止了《中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司股票期权激励计划(草案)》
2009年12月30日	2009年12月28日第五届董事会2009年度第十六次会议,审议通过《中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司股票期权激励计划(草案)》
2010年9月2日	2010年9月1日,第六届董事会2010年度第五次会议,审议通过了《关于修改〈中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司股票期权激励计划(草案)〉的议案》,对原激励计划进行了修订
2010年9月18日	经中国证券监督管理委员会审核无异议后,2010年9月17日,2010年度第一次临时股东大会审议通过并批准了《中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司股票期权激励计划(草案)》(修订稿)

13.3 案例分析

13.3.1 公司股权激励的机会主义择时

1. 公司股权激励机会主义择时的动机和条件分析

根据理性经济人假说,在企业中,管理层可能会追求自身利益的最大化而偏离企业股东的目标和要求。股东希望通过股权激励,使管理层站在有利于公司发展的角度进行经营决策管理。但是,对于管理层自身来说,更加直接和现实的想法可能是通过获取的股权来获得收益。

2003年年初,我国成立了国务院国有资产监督管理委员会。但是,由于国有控股上市公司的数量很多,国资委对国有企业的监管重点在于防止国有资产的流失,对于各个公司的具体经营管理,国资委委托给最终代理人。在国有控股公司中,履行出资人职责的国资委对于代理人很难监管到位,导致这些代理人权利很大,容易形成内部人控制的局面。代理人作为国有控股公司的管理层,既非企业所有者,也没有企业的剩余索取权,所以有动机做出自利行为。

在我国,公司的监事会虽然与董事会平级,但实际中,董事会实权很大,监事会却很难对其起到足够的监督作用。对于国有控股公司而言,这种情况更加明显,所以无法起到有效的监督作用。

因此,国有控股公司治理机制的弱化,使管理层拥有极大的权利,导致了内部人控制的情况发生。那么,管理层有动机也有条件进行自利性的机会主义择时行为。

2. 国有控股公司股权激励机会主义择时的方式分析

我国《上市公司股权激励管理办法》规定,股票期权草案确定的行权价格不应低于下列两个价格之中的较高者:①股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价;②股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。由此可见,管理层获得的经济利益来自于购买股票的成本与卖出股票所得收入之间的差额。如果管理层选择在公司股价较低时推出股票期权激励计划,就可以降低股票期权行权价格的最低值,从而降低股票期权的行权成本,提高自身收益。管理层在行权之后,可能会通过盈余管理和操纵利好信息的发布来提升公司业绩,增强市场和投资者的信心,提高公司的股价。同时,选择股价较高点时出售手中的股票,从而获得更大的收益。由于管理层行权后,出售股票的时点是不确定的,很难找到这个时点,所以我们研究的是管理层在推出股票期权激励计划时的机会主义择时行为。

13.3.2 中集集团股权激励计划草案公告前后累计超额收益的分布特征

根据《上市公司股权激励管理办法》和《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》的规定,我国上市公司股权激励计划中的行权价格不能低于下列价格的较高者:股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价与前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。也就是说,与美国不同,对于我国上市公司而言,股权激励计划草案公布日期是一个重要时点,检验我国上市公司股权激励计划授权环节是否存在机会主

义择时，应该考查股权激励计划草案公告日前后累计超额收益（CAR）的分布特征，即是否草案公告前存在显著的负累积超额收益而草案公告后存在显著的正累积超额收益。

借鉴 Yermack 和 Aboody and Kasznik 等人的方法，本文计算出中集集团股票期权激励计划草案公告日前后 30 个交易日的超额收益和累计超额收益。具体的计算过程如下。

（1）首先，以中集集团股票期权激励计划草案公告日 2009 年 12 月 30 日为事件发生日（定义为 $t=0$ ），从锐思数据库中获取公司股票期权激励计划草案公告日前 30 至 31 个交易日的股票日收益率（ R ）和市场日收益率（ $Market$ ），按照 $R=a+b \cdot Market+\epsilon$ 模型进行回归，得到参数 a 和 b 的值。

（2）然后，将草案公告日前后 30 个交易日的市场日收益率代入公式 $r=a+b \cdot Market$ ，得到理论上的股票日收益率（ r ），并将该公司在草案公告日前后 30 个交易日实际的股票日收益率（ R ）减去理论上的股票日收益率（ r ），得到股票日超额收益率（ AR ）。

（3）最后，将草案公告日前后 30 个交易日的股票日超额收益（ AR ）相加，得到（-30，30）期间该公司的累计超额收益（ CAR ），并对其进行 T 检验。具体计算和检验结果如图 13.3 和表 13-2 所示。

在图 13.3 中可以看出，中集集团股票期权激励计划草案公告日前后 30 个交易日的累计超额收益（ CAR ）的分布呈现出大致的“U”型，在公告日前 30 个交易日的累计超额收益都为负，而在公告日后 30 个交易日均为正。 T 检验的结果显示，公告日前 30 个交易日的累计超额收益均值显著为负，而公告日后 30 个交易日的累计超额收益均值显著为正。因此，中集集团股票期权激励计划草案公告日前后 30 个交易日的累计超额收益（ CAR ）的分布特征和检验结果表明，中集集团股票期权激励计划草案推出符合机会主义择时的特征，即公司管理层为了在股票期权激励计划中获得一个较低的行权价格，以最大化其未来股票期权预期收益，通过其对公司经营与财务决策的影响，有意识选择了在股价相对低位的时候推出了股票期权激励计划。这种机会主义择时行为虽然降低了行权价格，最大化了管理层的个人私利，但是，由于提前锁定了管理层股票期权激励最低收益，降低了管理层股票期权激励的风险，使得股票期权激励在初始设计环节就失去了应有的激励效果。

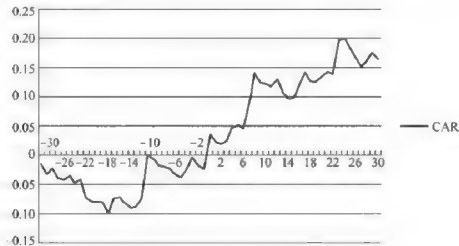


图 13.3 中集集团股权激励计划草案公告日前后 30 个交易日
累计超额收益（CAR）的分布特征

表 13-2 中集集团股权激励计划草案公告日前后 30 个交易日平均累计超额收益 T 检验结果

	CAR (-30, -1)	CAR (1, 30)	Different
Mean	-0.0457718	0.1186552	-0.164427
T	-8.359 2***	12.794 8***	-15.955 3***

进一步地,我们考察了案例公司 2008—2010 年期间股价走势与股票期权激励计划草案推出时点股价之间的关系。从图 13.4 可见,案例公司股价自 2008 年初始至 2008 年 11 月初一直处于下降态势,随后,进入横盘调整,直至 2010 年下半年开始迅速攀升。案例公司于 2009 年 12 月 30 日推出了股票期权激励计划草案,从 2008—2010 年这一较大区间来看,推出时点的股价处于相对较低点。那么,在股价较低点推出股票期权激励计划草案,是随机行为还是有意之举?我们注意到,案例公司中集集团首次推出《股票期权激励计划(草案)》是 2008 年 5 月 9 日,不过,随后,公司于 2008 年 10 月 30 日终止了该激励计划。究其原因,是由于在推出股票期权激励计划草案之后,案例公司股价受 2008 年爆发于美国的金融危机的影响,呈下降趋势,并在 2008 年 10 月 30 日降到 6.24 元,已远远低于股票期权激励计划草案中所设定的 17.73 元行权价格,使得股票期权已成为管理层即使跳起来也难以够得着的“苹果”,公司最终在 2008 年 10 月 30 日终止了该激励计划。显然,从公司 2008 年 5 月 9 日首次推出,2008 年 10 月 30 日终止,到 2009 年 12 月 30 日再次推出股票期权激励计划这一过程来看,充分体现出为了获得一个较低行权价格的有意识的择时过程。

再从案例公司管理层对公司经营及外部环境发展趋势的研判上看。众所周知,2008—2010 年期间案例公司股价这一走势实际上是受到了 2008 年爆发于美国的金融危机的影响。2008 年整个中国股市行情处于跳水式的下跌态势。不过,我们也知道,当深证成指在 2008 年四季度跌破 6 000 点以后,人们开始普遍预期政府将会救市,大盘将会止跌并逐步走强。实际上,2008 年 10—12 月我国陆续出台了一系列旨在“救市”的财政和货币政策,包括众所周知的 4 万亿投资的经济刺激计划。预期到史无前例的巨额投资经济刺激计划将会给相关产业带来强大的利好,大盘在 2008 年 11 月初开始止跌并渐渐走强。由于占案例公司营业收入 1/3 的传统集装箱业务是外向型的,金融危机对案例公司的影响是显而易见的。然而,如前所述,道路运输车辆业务已经成为中集集团经营的半壁江山,经济刺激计划将会使其受惠只是时间问题。这一点案例公司的管理层应该比谁都清楚。正如中集集团在 2009 年年报中所披露的那样:“2009 年,国家扩大内需十项措施及 4 万亿元投资计划开始启动、落实;又出台了汽车、物流产业的调整振兴规划,同时加大补贴、上调半挂车等产品的出口退税率,这些政策刺激效果相当明显,专用车市场快速回暖。我国城市化加速、新农村建设、基础设施建设对自卸汽车、混凝土搅拌车、散装水泥罐车等工程专用车需求很大。”同时,“从 2009 年下半年开始,在美国和欧元区经济逐渐复苏和补库存的带动下,中国出口货量和出口额均有所增长。”“随着下半年集装箱运输传统旺季的到来,中国港口集装箱吞吐量降幅逐渐收窄,9 月份转为正增长。集装箱行业工厂陆续恢复生产维持单班生产,承接订单量环比逐步提升。钢材等原材料价格也见底回升。”因此,在此背景之下,选择在股价水平相对较低的 2009 年第四季度公告股权激励计划草案,应该不是中集集团的随机行为,更可能是中集集团



管理层基于宏观环境及公司经营即将转好这一背景,审时度势后的有意之举。目的是,在公司经营迎来快速复苏以及公司股价将要大幅上涨之前,推出股票期权激励计划,从而避免行权股价设定较高。

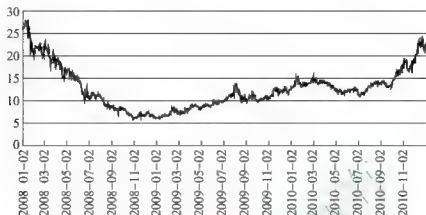


图 13.4 中集集团 2008—2010 年期间股价走势图

13.3.3 围绕股票期权激励计划草案公告的机会主义信息披露择时

为了获得一个较低的行权价格,管理层除了可以通过有意识地选择在公司股价低点时推出股权激励计划草案以外,还可以通过在股权激励计划草案预期公告日前择时披露坏消息,或推迟披露好消息,以消极地影响投资者预期,从而达到降低股权激励计划草案前公司股价的目的。尽管两种机会主义择时所表现出来的累计超额收益(CAR)的分布特征相同,但二者还是存在明显差异:前者是机会主义择时推出股权激励计划草案,后者是围绕股权激励计划草案的推出机会主义择时信息披露;前者是管理层基于公司基本面和外部宏观环境,在对公司股价走势做出研判的基础上所进行的相对被动的择时,后者则是通过操控有价值相关性的信息披露而实施的相对主动的择时。Yermack 侧重研究管理层如何围绕公司信息披露,机会主义择时无固定授予日安排的期权授予日,并发现了这种机会主义择时存在的证据;而 Aboody 和 Kasznik 和 Chauvin 和 Shenoy 集中于有固定授予日安排的 CEO 股票期权授予样本,研究发现围绕 CEO 股票期权授予,公司存在自愿性信息披露的机会主义择时行为。上述学者在检验机会主义择时存在性时,除了分析研究股票期权授予日前后公司股票累积超额收益(CAR)的分布特征外,都进一步分析了股票期权授予日前后公司盈余公告等信息披露的特征。Yermack 发现 CEO 会在坏消息公告后和好消息公告前接受股票期权授予;Aboody 和 Kasznik 发现 CEO 会通过股票期权授予日前推迟好消息提前坏消息的披露来操纵投资者预期。借鉴他们的方法,本文进一步对股票期权激励计划草案公告日前后公司盈余公告等信息披露的特征进行分析。具体而言,我们以正负季度净利润增长率和业绩预增减公告来定义坏消息,以正负应计利润增长率来衡量净利润的质量(即盈余管理程度),如果案例公司存在围绕股权激励计划草案公告机会主义信息披露择时行为,我们应该能够观察到,中集集团股票期权激励计划草案公告日前,会有坏消息的披露,即季度净利润增长率显著为负,业绩预告为预减,应计利润增长率显著为负,而草案公告日后,会有好消息的披露,即季度净利润增长率显著为正,业绩预告为预增,应计利润增长率显著为正。

1. 股票期权激励计划草案公告前后季度盈余信息披露特征分析

中集集团股票期权激励计划草案公告日前后单季度净利润环比增长率和同比增长率情况见表13-3,图13.5和图13.6给出了更为直观的草案公告日前后,单季度净利润环比增长率和同比增长率的变动趋势情况。由于该公司2009年度第三季度报告是2009年10月28日披露的,2009年年报和第四季度报是2010年3月23日披露的,故距离中集集团股票期权激励计划草案公告日2009年12月30日前后最近的季度是2009年第三季度(记为 $t-1$)和2009年第四季度(记为 t)。从表13-3可以看出,2009年第一季度案例公司净利润环比增长率高达242.17%,而随后两个季度的净利润环比增长率均为负,其中,股票期权激励计划草案公告日前的一个季度的净利润环比增长率为-112.31%,下降幅度明显增大。而在草案公告日后的三个季度的净利润环比增长率均为正,且在草案公告日后的第一个季度的净利润环比增长率高达465.74%。中集集团股票期权激励计划草案公告日前后单季度净利润同比增长率变动也表现出类似情况,2009年第一季度案例公司净利润同比增长率为3.24%,而随后两个季度的净利润同比增长率均为负,其中,草案公告日前的一个季度的净利润同比增长率为-107.41%,降幅非常显著。而在草案公告日后的第一个季度的净利润同比增长率高达162.17%,虽然在推出股票期权激励计划草案后的第二个季度出现了负增长,但是比率较低,并没有影响其在草案公告日后第三个季度的增长。从图13.5和图13.6可以发现,无论是净利润环比增长率还是净利润同比增长率,在案例公司股票期权激励计划草案公告日前后均出现了大幅度的变化,出现显著的先负后正的特征,而这种季度盈余披露模式正是机会主义信息披露时所具有的特征,说明案例公司管理层有意识在推出股票期权激励计划草案前,披露坏消息,推迟好消息的披露,以消极地影响投资者的预期,从而实现降低股票期权激励计划草案中行权价格的目的。

表13-3 中集集团股权激励计划草案公告前后季度净利润环比增长率和同比增长率情况

季度 比率	2009年第一 季度 ($t-3$)	2009年第二 季度 ($t-2$)	2009年第三 季度 ($t-1$)	2009年第四 季度 (t)	2010年第一 季度 ($t+1$)	2010年第二 季度 ($t+2$)
净利润环比 增长率	242.17%	-2.89%	-112.31%	465.74%	93.43%	57.51%
净利润同比 增长率	3.24%	-34.38%	-107.41%	162.17%	-15.42%	37.19% ^①

除此之外,中集集团于2009年9月30日发布了业绩预减公告,这刚好是在股票期权激励计划草案推出之前披露的,该公告预计案例公司2009年1~9月的净利润和基本每股收益将同比下降约60%~50%,2009年7月至9月的净利润和基本每股收益将同比下降约121%~96%。这在后来公布的第三季度报中得到了反映。随后,在2010年8月24日发布了业绩预增公告,这是在股票期权激励计划草案推出之后披露的,该公告预计公司2010年1

① 注:中集集团股票期权激励计划草案公告日为2009年12月30日,公司2009年度第三季度报告披露日期为2009年10月28日,2009年年报和第四季度报披露日期为2010年3月23日。

月1日到2010年9月30日将实现净利润同比增长150%~200%。同时业绩预告指出,2009年受全球金融危机影响,该公司干货箱业务基本处于停产状态,出现了较大的亏损。而从2009年第四季度开始,全球经济及航运复苏带动干货箱需求逐步回升,工厂陆续恢复生产。2010年干货箱销量更是大幅增长,第二季度至第三季度订单饱满,价格上升,盈利能力显著提高。这种利好态势,在2010年3月23日披露的2009年年报和第四季度报中已经得到了印证。围绕股票期权激励计划草案推出前后发布的业绩预告信息特征进一步表明,案例公司管理层存在利用好消息披露消极地影响股价,以达到降低行权价格的目的之嫌疑。同时,围绕股票期权激励计划草案推出前后披露的业绩预告信息特征也显示,案例公司管理层对股票期权激励计划草案推出前后公司经营和财务业绩走势有着较为准确的把握,选择在公司经营和财务业绩走势拐点时推出股票期权激励计划草案,是公司管理层有意识的策略之举,目的在于获得一个较低的行权价格。

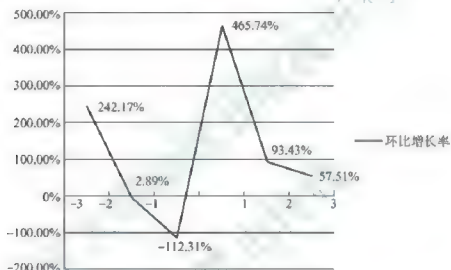


图 13.5 中集集团股权激励计划草案公告日前后季度净利润环比增长率趋势

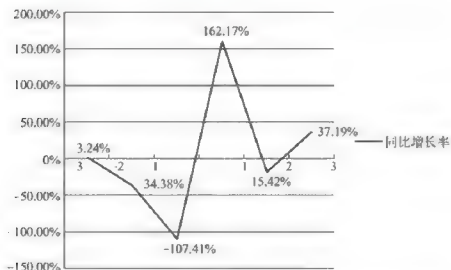


图 13.6 中集集团股权激励计划草案公告日前后季度净利润同比增长率趋势

2. 股票期权激励计划草案公告前后相机盈余管理分析

案例公司在推出股票期权激励计划草案前后实施机会主义信息披露择时的同时,是否辅之以相应的盈余管理,以达到有意识地影响投资者预期的目的?我们利用案例公司季度报表相关数据,通过计算中集集团推出股票期权激励计划草案前后季度应计利润及其增长率(见表13-4),来加以分析。

从表13-4中应计利润以及应计利润增长率可以看出,在股票期权激励计划草案公告日前三个季度案例,公司应计利润均为负值且呈下降趋势,草案公告日前一个季度达到最小,而草案公告日后的第一个季度的应计利润虽为负值,但相对于草案公告日前的第一个季度已经提高了很多,而随后开始变成正数并持续上升。特别是,应计利润同比和环比增长率变化趋势显示,股票期权激励计划草案公告日前一个季度,案例公司应计利润显著下降,而股票期权激励计划草案公告日后一个季度,案例公司应计利润则显著增加。众所周知,应计利润是净利润与经营活动产生的现金流量净额之差,显著为负的应计利润意味着,公司在实施向下盈余管理,而显著为正的应计利润意味着,公司在实施向上盈余管理。从表13-5中集集团所属金属制品行业的应计利润情况可以看出,中集集团在股权激励计划草案公告日前一个季度的应计利润比行业均值显著小,而在草案公告日后第一个季度的应计利润比行业均值显著大,草案公告日后第二、三个季度的应计利润比行业均值进一步显著增大。相对于行业平均水平,案例公司股票期权激励计划草案公告日前一个季度应计利润显著较小并为负,而草案公告日后一个季度应计利润显著较大,这表明,案例公司管理层围绕股票期权激励计划的推出在实施相机的盈余管理,以配合机会主义信息披露择时,试图达到消极地影响投资者预期,从而降低行权价格的目的。

表13-4 中集集团股权激励计划草案公告前后季度应计利润情况

指标	2009年第一 季度 ($t=-3$)	2009年第二 季度 ($t=-2$)	2009年第三 季度 ($t=-1$)	2009年第四 季度 ($t=1$)	2010年第一 季度 ($t=2$)	2010年第二 季度 ($t=3$)
净利润(万元)	41 897	40 688	-5 009	18 320	35 437	55 818
经营活动产生的现金流量净额(万元)	103 263	147 147	133 346	96 969	-152 762	-277 774
应计利润(万元)	-61 366	-106 459	-138 355	-78 649	188 199	333 592
应计利润环比增长率	83.24%	-73.48%	-29.96%	43.15%	339.29%	77.25%
应计利润同比增长率	-113.59%	-149.88%	-248.51%	78.52%	406.68%	413.35%
应计利润/净利润	-1.46	-2.62	27.62	-4.29	5.31	5.98

表13-5 中集集团所属金属制品行业的应计利润情况

公司名称	2009年第一 季度 ($t=-3$)	2009年第二 季度 ($t=-2$)	2009年第三 季度 ($t=-1$)	2009年第四 季度 ($t=1$)	2010年第一 季度 ($t=2$)	2010年第二 季度 ($t=3$)
安泰科技	-0.0210 5	-0.0322 95	-0.026 707	-0.080 897 13	0.0241 338	0.006 74
大西洋	0.0323 53	-0.027 4	-0.000 514	-0.0182 844 9	0.0271 676	0.001 149 6
东睦股份	-0.000 368	-0.013 974	-0.018 916	-0.026 909 63	0.000 764 8	-0.008 465

续表

公司名称	2009 年第一 季度 ($t=-3$)	2009 年第二 季度 ($t=-2$)	2009 年第三 季度 ($t=-1$)	2009 年第四 季度 ($t=1$)	2010 年第一 季度 ($t=2$)	2010 年第二 季度 ($t=3$)
东阳光科	-0.007 47	-0.015 86	-0.028 192	-0.031 321 03	0.027 216 7	0.036 067 5
法尔胜	-0.0125 49	-0.031 537	-0.011 082	-0.0116 273 7	-0.000 312	-0.019 374
方大集团	0.008 892 2	-0.016 611	-0.001 685	-0.027 043 25	0.040 586 3	0.032 808 8
丰华股份	-0.048 478	-0.109 111	-0.118 397	-0.172 995 31	0.014 729 1	0.010 034 1
贵绳股份	0.032 291 8	-0.006 074	-0.031 71	-0.093 105 44	0.013 824 1	-0.002 381
海鸥卫浴	0.016 994 8	0.047 590 5	0.073 484 4	0.108 351 322	0.002 592	0.032 075 8
恒星科技	0.060 482 3	0.099 661 7	0.119 622 9	0.093 077 909	0.054 432 1	-0.008 088
华神集团	-6.35E-05	-0.036 58	-0.014 755	-0.038 421 54	0.022 327 1	-0.024 429
山东威达	-0.0281 36	-0.044 735	-0.049 243	-0.104 025 36	0.032 795 6	0.009 223 9
苏泊尔	-0.027 49	-0.058 966	-0.080 422	-0.057 427 62	0.043 859 8	0.063 289 8
通润装备	-0.002 611	-0.025 348	-0.021 797	-0.030 638 54	0.055 406 7	0.047 366 3
新日恒力	-0.0136 46	-0.013 21	-0.007 678	-0.062 973 34	0.003 822 8	0.0159 093
新兴铸管	-0.029 507	-0.012 228	0.018 542 2	-0.052 788 1	0.011 734	0.034 340 3
中集集团	-0.017 883	-0.033 27	-0.043 681	-0.021 052 57	0.038 858 2	0.061 119 9
合计	-0.058 238	-0.329 946	-0.243 129	-0.657 081 99	0.413 938 8	0.287 386 9
行业均值	-0.003 426	-0.019 409	-0.014 302	-0.038 651 88	0.024 349 3	0.016 905 1 ^①

13.3.4 总结

2006 年出台的《上市公司股权激励管理办法》和《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》拉开了我国上市公司股权激励改革的序幕，越来越多的上市公司纷纷推出股权激励计划。实施股权激励的初衷是为了缓解由于两权分离而产生的委托—代理问题，降低代理成本，从而最大化公司价值，达到股东和经理人互利共赢的局面。但是，如果公司外部制度环境不完善，公司内部治理机制不健全，股权激励会引发经理人出于自利动机在股权激励计划制定和实施过程中实施机会主义行为。行权价格是股票期权激励契约的基本参数，其高低直接影响管理层所获授的股票期权公允价值。根据我国相关规定，行权价格的定价基础是股权激励计划草案公告前 30 个交易日的公司平均股价。在我国当前公司治理机制尚待完善的制度背景下，作为被激励对象的公司管理层是否会如同美国经验证据所表明的那样，利用自身对公司经营和财务政策的控制权，机会主义地选择股票期权激励计划草案推出时点、或围绕股票期权激励计划草案的推出实施相机信息披露和盈余管理？以及这些机会主义择时行为如何在股票期权激励计划不同时间节点被运用或组合运

① 注：中集集团所属行业及其公司名称来源于网易财经中金属制造行业分类。根据网易财经所给出的分类，共有 41 家金属制造行业公司。由于我们的分析比较是从 2009 年第一季度开始的，所以剔除了在 2009 年之前以及当年上市的 24 家公司，结果剩下 17 家公司。表格中的应计利润金额为应计利润总额除以总资产后的金额，以消除公司规模的影响。

用?本文以中集集团股票期权激励为案例,对此进行了研究。研究发现,案例公司股票期权激励计划草案公告前存在显著的负累积超额收益而草案公告后存在显著的正累积超额收益,并且,在股票期权激励计划草案公告前,存在坏消息的披露和显著较小的应计利润,而在股票期权激励计划草案公告后,则存在好消息的披露和显著较大的应计利润。研究结果表明,案例公司管理层会利用自己对公司财务和经营决策的控制权力,有意识地选择在公司股价低点时推出股权激励计划草案,同时,在股票期权激励计划草案公告前,管理层会通过择机披露坏消息和实施向下盈余管理的方式影响投资者预期,以降低行权价格,从而最大化所获授的股票期权公允价值。研究显示,为了获得较低的行权价格,公司管理层会围绕股票期权激励计划草案的推出,综合运用包括股票期权激励计划公告择时、选择性信息披露和相机盈余管理等在内的各种机会主义择时行为。围绕股权激励计划草案推出的机会主义择时,降低了所设定的行权价格,提前锁定了被激励对象管理层通过股票期权激励所获得的最低收益,降低了股票期权激励给管理层带来的风险,使得股票期权激励的预期效果大打折扣,甚至,股票期权激励的应有作用荡然无存,股票期权激励实质上沦为管理层攫取私利的工具。

练 习 题

1. 简述我国中小企业实施激励机制的不同方式。
2. 浅析企业激励机制的作用、误区以及对策。
3. 根据已有知识谈一谈企业在制定股票期权计划时应注重哪些方面?



【拓展案例】

参考文献

- [1] 马忠. 公司财务管理案例分析. 北京: 机械工业出版社, 2015.
- [2] 裴益政, 竺素娥. 财务管理案例. 大连: 东北财经大学出版社, 2014.
- [3] 荆新, 王化成, 刘俊彦. 财务管理学. 北京: 中国人民大学出版社, 2015.
- [4] 韩慧博, 祝继高, 汤谷良. 财务管理案例. 北京: 北京大学出版社, 2013.
- [5] 李宗原. 杭州城东新城某房地产项目投资可行性研究. 杭州: 浙江大学, 2016.
- [6] 王峰娟, 张文海. 宝钢股份回购的动机和影响. 财务与会计, 2014.
- [7] 邓家辰. 房地产上市公司财务战略研究. 成都: 西南财经大学, 2013.
- [8] 邵明玉. 尚德电力破产原因分析. 成都: 西南财经大学, 2014.
- [9] 王薇. 白酒行业上市公司现金股利政策影响因素分析. 荆州: 长江大学, 2015.
- [10] 叶德磊, 田艳华. 主业专注与投资多元—兼容还是矛盾. 华东师范大学学报, 2013.
- [11] 财政部会计资格评价中心. 财务管理. 北京: 中国财政经济出版社, 2016.
- [12] 中国注册会计师协会. 财务成本管理. 北京: 经济科学出版社, 2015.
- [13] [美] 爱默瑞, 芬尼特, 斯托. 公司财务管理. 北京: 中国人民大学出版社, 2008.
- [14] [美] 米什金, 埃金斯. 金融市场与金融机构. 北京: 机械工业出版社, 2008.
- [15] 王化成. 财务管理教学案例. 北京: 中国人民大学出版社, 2001.
- [16] 郭发初, 王庆成. 财务管理学. 北京: 高等教育出版社, 2005.
- [17] 汤谷良, 韩慧博, 祝继高. 财务管理案例. 北京: 北京大学出版社, 2017.
- [18] 岳红. 财务报表分析. 北京: 中国人民大学出版社, 2016.
- [19] 钱爱民, 张新民. 财务报表分析. 北京: 中国人民大学出版社, 2014.
- [20] 岳宝宏. 财务管理案例分析. 北京: 中国财政经济出版社, 2013.
- [21] 宋海涛. 财务管理基础知识训练与案例分析. 哈尔滨: 哈尔滨工业大学出版社, 2014.
- [22] 周伟, 宋晓满. 财务管理案例分析. 上海: 立信会计出版社, 2016.
- [23] 朱传华, 刘新颖. 财务管理案例分析. 北京: 北京交通大学出版社, 2012.
- [24] 李宛静. 企业的并购研究——以爱奇艺并购 PPS 为例. 经营管理者, 2015(21).
- [25] 苏利平, 何鑫. 基于价值创造的横向并购——对百度收购 PPS 的思考. 科技经济市场, 2014(10).
- [26] 叶卉. 美的集团整体上市的财务效应分析. 江西财经大学, 2016.
- [27] 张丽. 美的集团整体上市案例分析. 广东财经大学, 2014.
- [28] 谢康利. 爱奇艺并购 PPS: 流量内循环的野心. 商界 (评论), 2013(6).
- [29] 罗秋云. PPS 被购传闻背后: 视频业新一轮整合的起点. T 时代周刊, 2013(8).
- [30] 唐文书, 张华园, 贾雪茹. 博弈论视角下爱奇艺对 PPS 的并购. 商. 2013(12).
- [31] 郭晓莎, 吕素萍. 苏宁电器营运资金管理案例分析. 财务与会计, 2011(5).
- [32] 李慧. 建筑业营运资金管理与公司治理绩效实证研究. 天津: 天津大学出版社, 2013.
- [33] 赵丹, 张晶晶. 企业营运资本管理与盈利相关性实证研究—基于苏宁电器数据的分析. 经济论坛, 2011(6).
- [34] 希颖, 牛淑珍. 以苏宁电器为例分析连锁超市企业发展出路. 中国证券期货, 2010(6).
- [35] 刘银国, 孙慧倩, 王焯, 古柳. 业绩型股权激励与盈余管理方式选择. 中国管理科学, 2017, 25(03): 49-58.
- [36] 古柳, 王焯, 姚家乐. 控制权结构与股权激励有效期设定——基于资本市场的实证研究 [J/OL]. 审计与经济研究, 2016, 31(06).
- [37] 王珏, 祝继高. 基金参与公司治理: 行为逻辑与路径选择——基于上海家化和格力电器的案例研究. 中国工业经济, 2015(05).
- [38] 古柳, 胡许霞, 张飞. 自由现金流量在伊利股份价值评估中的应用研究. 会计师, 2016(15).